lax889889.com 299520.xyz

金融服务

蚂蚁集团：商业模式及竞争壁垒的深度分析

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋
执业证书编号：S0740517030004
Email：daizf@r.qlzq.com.cn
分析师：陆婕
执业证书编号：S0740518010003
Email：lujie@r.qlzq.com.cn
分析师：蒋峤
执业证书编号：S0740517090005
Email：jiangqiao@r.qlzq.com.cn
分析师：高崧
执业证书编号： S0740519050001
Email： gaosong@r.qlzq.com.cn
研究助理：贾靖
Email： jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数
行业总市值(百万元)
行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比

相关报告

重点公司基本状况

简称	股价	EPS				PE				PEG	评级
	(元)	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		

备注

投资要点

- **解构蚂蚁的商业逻辑：与阿里巴巴相似的底层商业逻辑。**本质是实现“促成更多交易”与“获得更多沉淀”之间的正向反馈，核心驱动公式是流量*频次*单价（金融中的客户数量*单客资产*综合费率）。**1、建立生态圈（电商交易-本地生活-金融服务；线上+线下、境内+境外），通过入口和场景，实现流量的吸引、转化、复用。**支付宝国内年活跃用户达 9 亿，全球用户约 12 亿，金融服务覆盖 7.2 亿消费者和 2800 万中小微企业。**2、通过平台搭平台模式（淘宝-天猫-支付宝-余额宝-蚂蚁财富），提升客户粘性，实现交叉销售、增加频次。**蚂蚁五大类金融服务中（支付、理财、融资、保险、信贷），支付宝 80%+的用户使用超过三类服务、40%+的用户使用全部五类服务。**3、通过科技提升效率、实现规模效应。**从而在低价中保证整体利润率，持续筑高竞争壁垒。

- **拆解蚂蚁的商业模式：以支付为支点并广泛连接，以场景、数据、技术、运营为支撑，涵盖借贷、理财、保险的金融生态圈。1、支付：是连接阿里和蚂蚁的支点。**高频刚需属性，让支付成为流量粘性的基础。**2、场景：**从依赖阿里场景，到与阿里生态圈互为场景。**数据：**对内用于客户画像、精准营销、产品定价和风险控制，对外赋能外部机构。**技术：**需求导向和前沿开发并重，聚焦“BASIC”，引领产品和服务创新。**运营：**提升客户转化效率和交易促成概率。**3、商业模式的未来延展：数字金融**（生态圈渗透：从商品销售到本地生活）、**国际化**（地域渗透：协同阿里出海战略，复制国内业务逻辑）、**科技输出**（赋能渗透：输出产品模块和解决方案，金融向非金融）。

- **理解蚂蚁的稀缺性：基于阿里电商基因及中台支持运营能力，提供协调串联互联网、科技、金融的“最优解”。1、从互联网提供的入口场景形成与客户天然联系，解决金融需求低频问题。**与传统金融机构业务逻辑的差异：蚂蚁在场景中获客，先有需求、再创造产品，同时在高频的真实交易场景中积累数据；传统金融机构先有产品、再寻找客户。**2、凭借数据累积，及基于技术的信用体系和风控体系，建立零售及中小微金融中的“信任”机制。**信任体现在支付中的资产安全（低资损率）、借贷中的风险控制（低不良率）、理财中的资产与客户匹配。**3、以金融业务（支付、借贷、理财、保险）为载体，实现平台与技术的开放与共享。**业务开展模式由外部合作-自营-对外开放，与传统金融从竞争到竞合。

- **支付：高频刚需带来超级流量入口。1、商业模式：**C 端个人数字钱包，满足支付需求，及账户归集和财富管理平台；B 端通过服务商户，持续拓展场景；2、**收入模式**主要为商户手续费（0.6-1.2%）、提现等手续费（0.1%）、以及备付金利息部分返还。3、**竞争格局：**双寡头格局相对稳定，相较微信支付，支付宝的总交易量更大，微信支付在线下长尾市场的渗透率更高，笔数多、笔均金额小。4、**趋势与空间：**空间来自国内 B 端场景拓展及国际化。

- **借贷：依托支付流量变现的利润驱动中心。1、商业模式：**海量数据和复杂场景下的流量变现，2C 端聚焦年轻长尾客群提供纯线上消费信贷产品，2B 端网商银行为小微和三农提供普惠金融服务，强调构建“小银行、大生态”。**2、收入模式：**C 端助贷为主，通过和传统金融机构合作向其导流或进行数据和技术输出，收取技术服务费；B 端通过网商银行对小微客群进行平台化综合运营。**3、竞争格局：**差异化获客（蚂蚁更聚焦小额高频的长尾市场，银行依赖白名单制度并锚定优质客群）及风控模式差异（蚂蚁运用技术和数据线上风控并动态更新，银行注重客户软信息获取及贷后管理）。**4、趋势与空间：**数据和技术输出，及小微

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

金融领域渗透率的提升。

- **财富管理：实现流量到 AUM 的转化。1、商业模式：**从支付宝-余额宝-蚂蚁财富-买方投顾，将客户流量通过平台化产品转化为 AUM 留存；**2、收入模式**包括管理费（天弘基金的管理费收入、买方投顾管理费），代销交易费及尾佣分成（申赎费、销售服务及客户维护费），及技术服务费（对金融机构开放平台和技术）。**3、竞争格局：**相较传统金融机构，蚂蚁客群更年轻、户均资产低但成长性强；相较理财垂直平台，蚂蚁的货币类产品具备流量和规模优势；相较腾讯理财通等其他互联网巨头，蚂蚁的平台化商业模式+技术开放布局更利于向买方投顾模式升级。**4、趋势与空间：**年轻客户的高成长性及机构平台化合作，分佣定价权提升、买方投顾与技术输出业务探索。
- **保险：多维度切入保险产业链。1、商业模式：**牌照方面参控股寿险、财险和保险经纪，业务方面为场景保险+产品销售+技术赋能；2、**收入模式**主要包括并表的保险公司收入、保险销售渠道收入和技术服务费。3、**竞争格局：**蚂蚁保险提供丰富的产品选择，从高频的支付场景及其他金融生态场景进行客户运营及转化。4、**趋势与空间：**互联网保险渗透率的提升及在保险产业链各环节上的赋能。
- **风险提示：**国内外的金融监管风险、市场竞争加剧、宏观经济下行、海外业务拓展或受国际局势及其他国家金融监管影响

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

内容目录

蚂蚁集团：阿里巴巴孵化的金融科技独角兽 - 7 -
商业模式：交易和数据沉淀的正向反馈，提升平台价值 - 7 -
竞争壁垒：汇聚场景、数据、技术和运营的优势，打造金融生态圈 - 10 -
技术能力：协同阿里科技力量，需求导向和前沿开发并重 - 12 -
引领金融科技发展，驱动金融业务创新 - 12 -
体制机制优势突出，电商基因助力技术迭代 - 15 -
运营能力：提升客户转化效率和交易促成概率 - 17 -
运营效率持续提升，用户体验不断优化 - 17 -
以流量为基础，以数据为驱动 - 19 -
支付业务：超级流量入口叠加高频场景 - 20 -
商业模式：C 端和 B 端协同发展，打造支付闭环 - 20 -
收入模式：以商户端收费为主，盈利能力有提升空间 - 22 -
竞争格局：双寡头格局相对稳定，数字钱包形成竞争壁垒 - 23 -
趋势和空间：主要来自于场景拓展和国际化 - 27 -
借贷业务：支付流量变现的利润中心 - 30 -
商业模式：海量数据和丰富场景下的流量变现 - 30 -
收入模式：C 端助贷为主，B 端平台化综合运营 - 32 -
竞争格局：差异化获客、注重数据和技术创新 - 34 -
趋势和空间：技术和数据输出叠加渗透率提升拓展空间 - 39 -
财富管理：打造一站式理财平台 - 39 -
商业模式：从支付工具到线上财富管理平台 - 39 -
收入模式：管理费+渠道收入+技术服务 - 41 -
竞争格局：蚂蚁具备规模优势，开放平台有利于收入模式升级 - 41 -
趋势和空间：伴随年轻客户成长，实现收入模式的转变 - 46 -
保险业务：多维度切入保险产业链 - 50 -
商业模式：保险科技推动保险业务创新及合作 - 50 -
收入模式： 并表收入+销售佣金+技术服务 - 51 -
竞争格局：相比微保具备平台化优势，相互宝存在流量竞争 - 52 -
趋势和空间：互联网保险渗透率提升及保险产业链赋能 - 53 -
总结：回顾与展望 - 53 -
风险提示 - 53 -

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表目录

图表 1：蚂蚁集团交易闭环的特征 - 7 -
图表 2：支付宝流量入口的建立过程 - 8 -
图表 3：支付宝金融服务的发展逻辑 - 8 -
图表 4：阿里巴巴的生态圈建设 - 8 -
图表 5：蚂蚁集团商业模式的演进 - 9 -
图表 6：蚂蚁集团和传统金融机构的对比 - 10 -
图表 7：蚂蚁集团推出产品的时间线 - 11 -
图表 8：蚂蚁集团的金融牌照布局 - 12 -
图表 9：支付宝的技术发展路径 - 13 -
图表 10：蚂蚁集团金融科技的产品层级 - 15 -
图表 11：在蚂蚁集团任职的阿里合伙人 - 16 -
图表 12：阿里巴巴的价值观 - 16 -
图表 13：蚂蚁集团的人才机制 - 16 -
图表 14：阿里巴巴中台战略架构图 - 17 -
图表 15：微服务架构示意图 - 17 -
图表 16：支付宝国内用户数（亿） - 18 -
图表 17：使用多种金融服务的用户占比 - 18 -
图表 18：天弘余额宝的用户数（亿） - 18 -
图表 19：相互宝用户数（万） - 18 -
图表 20：人机结合的运营模式 - 20 -
图表 21：互联网运营的具体内容 - 20 -
图表 22：第三方支付的商业逻辑 - 21 -
图表 23：围绕线下 B 端的综合支付解决方案 - 21 -
图表 24：支付业务的布局 - 22 -
图表 25：2018Q1-2020Q2 中国第三方移动支付交易规模结构 - 23 -
图表 26：中国第三方支付综合支付交易规模及增速 - 24 -
图表 27：中国第三方支付综合支付的市场格局 - 24 -
图表 28：第三方支付业务的构成 - 24 -
图表 29：2019Q4 第三方支付移动支付市场格局 - 24 -
图表 30：支付产业链图谱 - 25 -
图表 31：APP 活跃用户数（万） - 26 -
图表 32：支付业务对比 - 26 -
图表 33：支付宝覆盖场景及蚂蚁集团生态资源 - 27 -

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 34：第三方支付综合支付交易规模预测 - 27 -
图表 35：互联网支付的用户规模 - 27 -
图表 36：支付宝平台的开放进程 - 28 -
图表 37：蚂蚁集团海外支付业务布局 - 28 -
图表 38：阿里巴巴和蚂蚁集团的国际化战略 - 29 -
图表 39：2019 年以来蚂蚁集团的海外投资 - 30 -
图表 40：刷脸支付实现的技术条件 - 30 -
图表 41：蚂蚁花呗的分期费率 - 31 -
图表 42：蚂蚁借呗的年化利率 - 31 -
图表 43：网商银行的营业收入及利润 - 32 -
图表 44：网商银行累计服务小微客户数及增速 - 32 -
图表 45：信贷联营模式之引流/引流+初筛（助贷） - 32 -
图表 46：信贷联营模式之引流+联合出资 - 32 -
图表 47：蚂蚁花呗和蚂蚁借呗的 ABS 发行量 - 33 -
图表 48：普惠金融的创新模式 - 33 -
图表 49：蚂蚁集团和腾讯借贷业务模式对比 - 34 -
图表 50：芝麻信用分的评估维度 - 35 -
图表 51：AI Decision 多层级漏斗智能识别与决策 - 35 -
图表 52：宁波银行白领通聚焦客群 - 36 -
图表 53：宁波银行具有完备的风险体系 - 36 -
图表 54：场景分期产品对比 - 36 -
图表 55：现金贷产品对比 - 36 -
图表 56：银行和互联网平台消费贷客群覆盖情况 - 37 -
图表 57：网商银行小微金融的两个典型风控模型 - 38 -
图表 58：常熟银行快速审批模式和“五结合法”识别小企业风险 - 38 -
图表 59：蚂蚁小微小贷（花呗）营收情况（亿元） - 39 -
图表 60：蚂蚁商诚小贷（借呗）营收情况（亿元） - 39 -
图表 61：蚂蚁集团理财业务发展路径 - 40 -
图表 62：天弘余额宝与天天基金活期宝规模（亿元） - 42 -
图表 63：天弘余额宝用户规模（亿户） - 42 -
图表 64：互联网平台的代销基金公司数和基金只数 - 42 -
图表 65：互联网理财平台对比 - 43 -
图表 66：传统机构理财与互联网平台理财业务对比 - 43 -
图表 67：传统金融机构客户分层（华泰证券） - 44 -
图表 68：公募基金代销机构的数量分布 - 44 -

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 69：基金代销机构的销售费率对比 - 44 -
图表 70：基金代销机构的销售金额对比（亿元） - 45 -
图表 71：天天基金网和蚂蚁基金销售收入对比（亿元） - 45 -
图表 72：买方投顾牌照一览 - 46 -
图表 73：国内目前买方投顾产品对比 - 46 -
图表 74：蚂蚁集团、东方财富、嘉信理财的收费模式对比 - 48 -
图表 75：蚂蚁财富号运营中台五大系统 - 49 -
图表 76：嘉信理财提供各种类型的投资管理工具 - 49 -
图表 77：蚂蚁集团保险业务的发展过程 - 50 -
图表 78：蚂蚁保险部分合作产品 - 51 -
图表 79：蚂蚁集团保险商城产品分类 - 51 -
图表 80：头部网络互助社区 - 52 -

liaohan.net nblax520.com

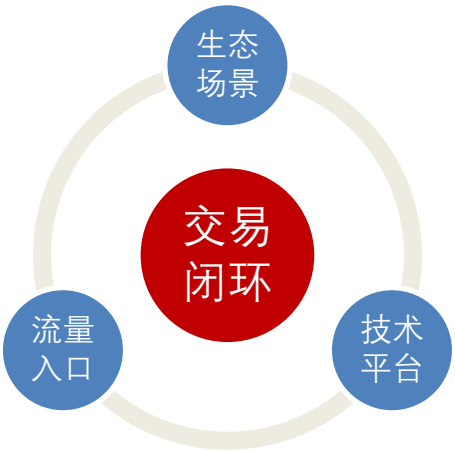
lax889889.com 299520.xyz

蚂蚁集团：阿里巴巴孵化的金融科技独角兽

商业模式：交易和数据沉淀的正向反馈，提升平台价值

- **解构蚂蚁的商业逻辑：与阿里巴巴相似的底层商业逻辑。**本质是实现“促成更多交易”与“获得更多沉淀”之间的正向反馈，核心驱动公式是流量*频次*单价（金融中的客户数量*单客资产*综合费率）。区别于其他互联网流量平台，蚂蚁集团具有交易闭环的特征，这与蚂蚁集团的发展背景相关。蚂蚁集团由支付宝发展而来，而支付宝源于淘宝网的交易担保功能，具有天然的交易属性。阿里巴巴的企业愿景是让天下没有难做的生意，本质就是促成更多的交易。而促成交易的前提是有足够多的需求和供给，分别对应 C 端的流量入口和 B 端的生态场景，然后通过科技驱动的数字化运营来实现供需之间的匹配，从而提升交易成功的概率。C 端和 B 端协同发展，实现业务的正向循环及数据沉淀。

图表 1：蚂蚁集团交易闭环的特征



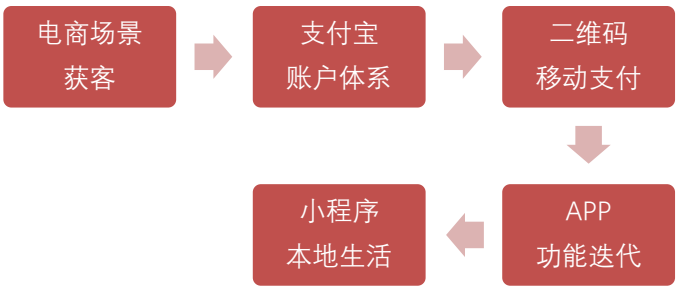
来源：中泰证券研究所

- **支付宝的超级流量入口，电商交易-本地生活-金融服务，通过入口和场景，实现流量的吸引、转化、复用。**支付宝最初从阿里巴巴的电商平台获取流量，从支付工具升级为账户体系，通过资金沉淀来增加客户粘性。之后抓住了移动支付的发展机遇，以二维码支付打开了线下支付市场，实现了支付宝 APP 的集中获客。支付宝 APP 在完成初始客户积累之后，对 APP 功能及用户体验进行了持续的更新迭代，增加新的支付场景，加大本地生活服务的资源投入，通过小程序连接更多的外部场景，不断提升活跃客户数及客户粘性。金融服务方面，以高频的支付为基础，从现金管理切入，推出余额宝产品，逐步丰富理财产品种类，打造一站式理财平台；基于消费场景推出分期产品花呗，再基于大数据征信推出现金贷产品借呗；保险业务从互联网场景出发，从场景保险发展到网络互助社区和保险商城。金融服务的叠加实现了流量的转化和复用，也进一步增强的客户粘性。根据阿里巴巴公布的最新数据，支付宝在国内有 9 亿用户（年活跃用户数），在全球有支付宝及其他数字钱包客户达到 12 亿，蚂蚁集团的金融服务覆盖 7.2 亿消费者和 2800 万中小微企业。

liaohan.net nblax520.com

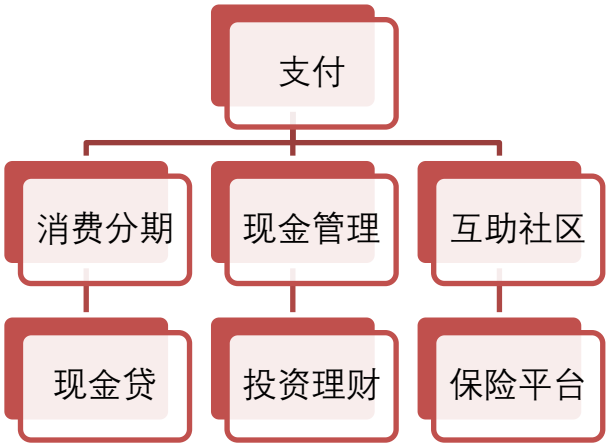
lax889889.com 299520.xyz

图表 2：支付宝流量入口的建立过程



来源：中泰证券研究所

图表 3：支付宝金融服务的发展逻辑



来源：中泰证券研究所

- **持续拓展场景，从线上到线下，从境内到境外，建立生态圈。**从阿里巴巴的线上电商场景向线下丰富的本地生活场景延伸，阿里巴巴自身有丰富的生态场景，包括 C2C 电商淘宝、B2C 电商天猫和天猫超市、B2B 电商 1688 和零售通、新零售的盒马等，本地生活服务包括外卖平台饿了吗、本地服务平台口碑等，国际化业务包括阿里巴巴国际站、速卖通、天猫国际、飞猪等，数字媒体及娱乐版块包括优酷、阿里音乐、大麦网等，创新业务板块包括高德地图、钉钉等。阿里巴巴通过不断增加新的业务版图，打造庞大的生态体系，覆盖消费者更多的需求，实现流量的持续变现。在阿里巴巴的自有生态之外，蚂蚁集团通过流量、数据和技术等合作方式，与广泛的场景进行合作，覆盖商超、餐饮、酒店、零售、医院、校园、票务、物流、航旅、客运、公共事业等，进一步做大生态圈。

图表 4：阿里巴巴的生态圈建设

来源：中泰证券研究所、阿里巴巴年报

- **蚂蚁集团和阿里巴巴的业务有高度协同。**在阿里巴巴的生态圈中，蚂蚁集团承担着支付及金融服务基础设施的作用，与阿里云（技术及系统）、

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

阿里妈妈（营销服务及数据管理平台）、菜鸟网络（物流）共同构成阿里巴巴数字经济的基础设施。**1、蚂蚁集团对阿里巴巴的作用：**a、金融基础设施，核心是支付网络，支撑阿里巴巴的电商业务及生态圈的打造，支付是打通交易闭环的关键。b、流量平台，在支付宝 APP 上集合了阿里巴巴的各种业务板块，使 C 端用户能一站式满足各类生活需求，提高交互频率及成交概率。c、满足 C 端客户在交易中的金融服务需求，包括支付、零钱管理、小额借贷、场景保险等。**2、阿里巴巴对蚂蚁集团的作用：**a、解决金融需求低频的问题，除了支付之外，其他金融服务的需求频率较低，通过叠加电商、新零售和本地生活服务等场景，增加 C 端用户的粘性。b、从场景获取客户，先通过阿里巴巴的消费场景获取支付客户，再从支付客户中转化其他金融服务的客户。c、资产获取能力和定价能力。从交易中获取 C 端和 B 端对信贷服务的需求，并基于交易真实性及数据优势进行精准定价。

- **平台模式（淘宝-天猫-支付宝-余额宝-蚂蚁财富），提升客户粘性，实现交叉销售、增加频次。1、从电商业务到金融业务，延续了平台模式。**通过平台可以实现数据的沉淀，从而对客户进行精细化运营，叠加更多的产品及服务。蚂蚁五大类金融服务中（支付、理财、融资、保险、信贷），支付宝 80%+的用户使用超过三类服务、40%+的用户使用全部五类服务。**2、交易与金融天然融合。**金融服务的需求往往来自于交易，从交易场景中可以获取目标客户，了解客户的金融需求，从而设计满足客户需求的金融产品。交易还可以积累数据，构建用户画像，对金融产品进行精准定价，并对金融业务进行有效的风险管理。以支持交易为目的的技术开发也使蚂蚁集团的数据库技术达到金融级别，进而拓展更多金融业务及赋能金融机构。
- **通过科技提升效率、实现规模效应，对外输出拓展收入来源。**1、通过自研数据库技术，降低系统成本，通过大数据及人工智能的应用，提升运营效率，从而在低价中保证整体利润率，持续筑高竞争壁垒。2、开放技术平台，基于云计算、大数据、人工智能、区块链、物联网技术，建立数字化的信用体系、风控体系和营销运营体系，向商业合作伙伴和金融机构开放技术能力和运营能力，助力产业互联网建设及金融机构的数字化转型。

图表 5：蚂蚁集团商业模式的演进

来源：中泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

竞争壁垒：汇聚场景、数据、技术和运营的优势，打造金融生态圈

- **理解蚂蚁竞争壁垒：以支付广泛连接，以场景、数据、技术、运营为支撑，涵盖理财和信贷的金融生态圈。1、场景：**与传统金融机构业务逻辑的差异，解决金融供给与场景需求脱离难题。**2、数据：**对内用于客户画像、精准营销、产品定价和风险控制，对外赋能外部机构。**3、技术：**需求导向和前沿开发并重，聚焦“BASIC”，协同阿里科技力量。**4、运营：**提升客户转化效率和交易促成概率。
- **与传统金融机构业务逻辑的差异，蚂蚁集团解决金融供给与场景需求脱离难题。1、蚂蚁集团在场景中获客，先有客户需求、再创造金融产品。**金融业务本身不是出发点，服务于阿里巴巴主业是目的（过去的电商、现在拓展到数字经济）。金融业务是从客户的需求出发不断衍生的。以高频的支付获取流量，再向其他金融产品转化。根据客户的需求提供产品，甚至创造产品。未来主要与金融机构合作开发产品。**2、传统金融机构先有产品、再寻找客户。**以金融业务为核心，从各类金融产品服务中获取客户，再对客户进行交叉营销，具有综合金融服务能力。
- **获客渠道和客户粘性是蚂蚁集团相比传统金融机构的竞争壁垒。1、获客成本优势。**支付宝的国内用户数超过 9 亿，月活用户数达到 7 亿，蚂蚁集团国内业务的重点不是获取新的客户，而是沉睡客户的激活和存量客户的运营。商业银行仍有获取新客户的需求，工商银行有 6.5 亿的个人客户，而零售之王招行也仅有 1.44 亿个人客户，相比蚂蚁集团仍有较大的差距。传统的商业银行主要依靠网点来获取客户，而移动互联网时代已经改变了用户行为，商业银行的获客渠道也转到了线上，通过自建 APP 或者在其他平台进行获客，都面临较高的获客成本。大部分商业银行需要解决获客的难题，尤其是如何吸引年轻客户。**2、高用户粘性优势。**支付宝作为通用流量平台，APP 上叠加了各种消费场景和金融服务，用户使用频率高，粘性强。此外，蚂蚁集团有较强的客户运营能力，通过各种方式触达客户，提升用户活跃度。银行 APP 属于金融行业垂直平台，其用户活跃度远低于支付宝，虽然如招商银行业对标互联网平台，在 APP 上增加小程序，叠加高频的支付场景，但整体的用户活跃度难以赶超。支付宝的数据积累、对客户体验的极致追求、技术迭代的速度对商业银行构成较高的竞争壁垒。

图表 6：蚂蚁集团和传统金融机构的对比

	商业银行	蚂蚁集团
客户	高净值客户多	客户基数大
渠道	线上和线下	纯线上
产品和服务	种类丰富、综合化	标准化
技术	紧跟技术发展	引领技术发展
场景	相对较少、正在拓展	阿里生态圈、覆盖广
平台	活跃度相对较低	活跃度高、粘性强

来源：中泰证券研究所

- **从客户的需求出发，逐步拓展金融产品及服务种类，提供良好的用户体验。1、金融产品体系逐步建立，实现普惠金融。**蚂蚁集团标志性产品

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

推出顺序依次为支付宝、余额宝、阿里小贷、花呗借呗、蚂蚁财富、相互保。这种顺序安排主要依据客户需求的强弱和产品复杂程度，从客户需求较强、结构简单的产品开始布局，逐渐向增值服务、综合服务拓展。所有的金融产品面向大众客户，基本不设门槛，从发展之初就成为传统金融服务的补充，实现了普惠金融。**2、良好的用户体验。**蚂蚁集团的金融产品均为纯线上产品，产品设计简单化、标准化，购买或申请流程便捷。虽然金融产品的本质没有改变，但蚂蚁集团在产品及服务上积极创新，改变传统金融服务的固有模式，提升了用户体验，例如余额宝在货币基金的基础上增加了流动性，阿里小贷和借呗实现了基于大数据征信的无抵押信用贷等。

图表 7：蚂蚁集团推出产品的时间线

时间	产品或平台
2003 年	支付宝
2011 年	阿里小贷
2013 年	余额宝
2014 年	招财宝
2015 年	花呗、借呗、芝麻信用、蚂蚁聚宝、蚂蚁达客
2016 年	蚂蚁财富
2017 年	车险分、定损宝
2018 年	相互宝
2020 年	帮你投

来源：中泰证券研究所

- **相比其他互联网平台，蚂蚁集团发挥了交易闭环的数据优势，系统化打造金融生态圈。**蚂蚁集团和阿里巴巴从底层技术到业务层面都是高度融合的，金融业务布局和阿里巴巴的生态圈拓展相互协同，形成统一的数据和风控体系。借贷、理财和保险业务都从支付业务中衍生出来，形成综合化的金融服务生态。在这种综合平台模式下，更容易产生规模效应。腾讯的金融业务布局从时间上晚于蚂蚁集团，虽然腾讯有强大的社交流量优势，但与金融业务并不像蚂蚁集团和阿里巴巴形成紧密的闭环，开放性和独立性更强。秉承腾讯从用户体验出发的产品设计理念，各金融业务板块分别根据客户的需求设计产品，针对目标客群推送产品，降低对腾讯核心社交客群的打扰，精准匹配以提升转化效率。
- **在互联网公司中，蚂蚁集团的金融牌照布局最全。**蚂蚁集团作为国内互联网金融巨头，目前布局国内最全的金融牌照，包括第三方支付、公募基金、基金销售、民营银行、保险、股权众筹以及个人征信等。牌照的获取保障了开展金融业务以及与其他金融机构合作的合规性，并能实现不同金融产品之间的交叉营销。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 8：蚂蚁集团的金融牌照布局

牌照	主体	持有方式
第三方支付	支付宝	自有
公募基金	天弘基金	控股 51%
公募基金销售	蚂蚁基金销售	控股 68.83%
保险	众安保险	参股 14%
保险	国泰产险	控股 51%
相互保险	信美人寿	参股 35%
保险经纪	保进保险	自有
银行	网商银行	参股 30%
小贷公司	蚂蚁小微小贷	自有
小贷公司	蚂蚁商诚小贷	自有
征信	百行征信	参股 8%

来源：中泰证券研究所、公开资料整理

- **基于金融业务的实践经验和技术测试，形成金融科技对外输出的能力。1、商业模式的转变：从自营金融业务到赋能金融机构。**一方面是来自金融监管的压力。全球金融监管的方向是功能监管，即相同业务相同要求，减少监管套利。具体到蚂蚁集团的各金融业务板块，面临着不同的监管影响，尤其是规模扩张带来的压力增加。通过技术输出可以降低自营金融业务的监管压力，支持相关业务的长期稳定增长。另一方面，从资本市场的角度来看，技术输出模式可以获得更高的估值水平。**2、输出经过自身业务验证的技术。**底层技术是支持业务发展的基础。尤其是金融机构对于技术的稳定性、安全性要求较高。蚂蚁集团在自己的业务体系内不断研发、测试、迭代，并将成熟的技术输出给外部的金融机构及其他合作方。**3、技术与数据服务相结合。**蚂蚁集团区别与传统金融 IT，传统金融 IT 主要的交付方式的是项目制，根据客户需求建设系统。蚂蚁集团的技术输出模式是金融云服务、标准化的功能模块及定制化的解决方案，并结合自身积累的风控能力和运营能力，同时也为金融机构提供客户导流，服务的综合性较强。**4、加强与传统金融 IT 厂商的合作。**在金融机构客户的拓展上，蚂蚁集团除了直销模式之外，也积极通过参股或战略合作的方式与传统金融 IT 厂商形成联盟，结合这些合作伙伴在客户资源和服务能力的优势以及蚂蚁集团在技术能力上的优势，加快金融机构的数字化转型。**5、将目标客户拓展到其他行业。**作为技术服务的输出平台，蚂蚁集团的目标客户不仅是金融行业的企业，底层技术和职能模块具有普适性，其同样可应用于其他行业的数字化转型。

技术能力：协同阿里科技力量，需求导向和前沿开发并重

引领金融科技发展，驱动金融业务创新

- **蚂蚁集团的科技能力领先，能满足自身业务需求并驱动业务创新，是金融科技的引领者和标准制定者，具备技术输出能力。**蚂蚁集团的金融科

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

技通过自主研发、自营业务的验证，逐渐形成完整的技术架构体系，不仅服务于现有业务的发展，还通过技术平台向外部输出，未来将进一步助力蚂蚁集团业务边界的拓展。

- **科技赋能金融业务，驱动金融产品及服务创新。1、自主研发分布式数据库满足支付宝大容量、低时延、安全性等性能要求，也推动了蚂蚁集团底层架构的变革。**2011 年蚂蚁集团自主研发了 Oceanbase 数据库，2013 年核心系统上云，完成了去 IOE。2015 年蚂蚁集团成立了专门研发图数据库的技术团队，在仅仅 3 年多时间里，成功研发出具有高性能、高可用性、扩展能力强和极佳移植性的实时金融级分布式 GeaBase 现在支撑着蚂蚁集团旗下支付的风险控制、反洗钱、反欺诈、反刷单、反套现、金融案件审理、知识图谱、会员拉新、好友推荐、理财资讯推荐等众多的业务和应用。每年双十一是对阿里巴巴和蚂蚁集团技术能力的定期测试。2019 年天猫双 11 的成交额同比增长 26%，订单创建峰值高达 54.4 万笔/秒，是 2009 年第一次“双 11”的 1360 倍，物流订单量在全天达到了 12.92 亿。在全球最大规模流量洪峰的冲击下，用户依然能获得平稳顺滑的购物体验。**2、基于支付宝多年的风控实践和技术创新开发了智能风控引擎 AlphaRisk，并形成智能化风控产品“蚁盾风险大脑”对外输出到各行业。**AlphaRisk 由 Perception（风险感知）、AI Detect（风险识别）、Evolution（智能进化）、AutoPilot（自动驾驶）4 大模块组成，实现了风控引擎的自学习、自适应及数据闭环，不仅提升风险识别能力，也提升风控效率和标准化。AlphaRisk 能对支付宝上的每一笔交易进行 7*24 小时的实时风险扫描，不足 0.1 秒就能完成风险预警、检测、管控等复杂流程。支付宝的资损率从原先十万分之 1 下降至百万分之 0.5 以内，远低于行业平均水平。**3、在借贷、保险和资管领域形成了成熟的技术解决方案**，包括借贷的 310 模式（3 分钟在线申请贷款，1 秒钟完成审核放款，0 人工干预）、保险的 212 模式（2 分钟申请，1 秒钟核保，2 小时赔付）以及资管科技的 521 模式（5 秒钟生成市场报告，2 秒钟确认关键问题，1 秒钟收到优化推荐）。上述三个解决方案均对外部金融机构开放。

图表 9：支付宝的技术发展路径

时间	事件
2009 年	第一代对账系统支撑大促全量资金核对，同时完成面向服务的架构 SOA 改造。
2010 年	完成数据库的垂直拆分和水平扩容，奠定了弹性扩容的基础。
2011 年	双 11 推出红包及优惠券玩法，实现秒级监控。
2012 年	通过数据、网络、机房改造将支付能力从百万级提升到亿级，保障双十一单日一亿笔新高。
2013 年	无线端首次在双 11 中承担重要职责，支付宝系统 100%转换成云计算架构，支撑交易支付系统的“异地双活”。
2014 年	开启“去 IOE”，10%的支付交易首次通过 Oceanbase 完成。首次采用全链路压测，对用户行为的模拟达到 90%以上的仿真度。国际支付系统首次参与双 11，助力速卖通和天猫国际大促。
2015 年	网商银行首次参加双 11，为超过 10 万家天猫淘宝商户提供合计 90 亿贷款。实现 1000 公里以上的“异地多活”。花呗第一次参加双 11，系统每秒支持 4 万亿笔交易。
2016 年	转向弹性架构，100%按照运营需求弹性扩充资源。完成全球支付网络，为全球 200 多个国家和地区的用户提供 18 种货币结算服务。
2017 年	首次启动智能客服系统，单日服务总量超过 500 万人次。首次实现离在线混合部署，80%在

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

	线资源，20%离线资源。智能风控引擎 AlphaRisk 确保账户资损率低于千万分之五。国内首个自研的金融级分布式图数据库 GeaBase 及其图查询语言实现了对百亿级关系网络毫秒级查询及变更。
2018 年	区块链技术首次参与双 11，实现百余个国家及地区 1.5 亿跨境商品的原产地溯源。生物识别首次成为双十一主流支付方式，笔数占比达到 60%。双 11 技术 100%对外开放，帮助金融机构数字化转型。基于新计算框架的融合引擎首次上线花呗场景。
2019 年	Service Mesh 搭建的全球最大金融级云原生集群首次登上大促舞台，保障支付宝和淘宝双端联动。支付宝技术出海赋能，6 个基于支付宝技术的海外钱包首次服务全球电商。通过融合计算引擎，协同流、图、并行计算、机器学习等不同计算模块，在支付过程中实现秒级智能决策。图数据库 GeaBase 突破万亿边，在线图分析百亿关系特征计算秒级响应。

来源：中泰证券研究所、公司官网

- **引领金融科技的前沿发展。蚂蚁集团的技术基石总结为“BASIC”，分别为区块链（Blockchain）、人工智能（AI）、安全（Security）、物联网（IoT）和云计算（Computing）。蚂蚁集团围绕这五个领域进行底层技术的开发，在技术上保持领先。1、人工智能。**目前机器学习、人脸识别、自然语言处理、知识图谱等人工智能技术已经在蚂蚁集团的多个业务线落地，比如微贷准入模型、智能营销，安全的反洗钱、反作弊、反欺诈、账户安全模型等，智能客服的智能问答、舆情分析，财富的理财顾问机器人、精准营销，芝麻信用的用户画像、信用评估，保险的风险评测、图像定损等。蚂蚁集团的 AI 技术已形成强大的人工智能核心系统，并能对外输出金融智能解决方案。**2、区块链。**蚂蚁集团的区块链专利申请数和授权数全球第一，落地超过 50+商业应用场景。蚂蚁区块链由两大平台构成，一是蚂蚁区块链 BaaS 平台，自主研发的具备高性能、强隐私保护的区块链技术平台，致力于打造一站式应用开发平台及服务，帮助客户及合作伙伴快速轻松的搭建各类业务场景下的区块链应用；另一个是蚂蚁开放联盟链，是面向企业和开发者提供的“无需搭链、快速上链、接近公链”的区块链服务网络，开放联盟链以类公链的燃料计价方式，以速搭平台或数十套合约开发模板，结合多语言 SDK 集成服务，实现用户按需计价的“低成本低门槛上链”。用户可以在链上自建联盟，快速构建或复用支持多方协作的“数据及身份存证、溯源、公益、供应链”等场景。**3、安全风控。**蚂蚁集团经过多次迭代，形成以 AI 智能算法和生物识别为基础的多层级立体闭环风控系统，构建了数字身份识别、智能风控和数据隐私保护三大能力。**4、物联网。**蚂蚁集团开发了无人值守技术，使消费者实现自助服务，无人值守技术综合应用了图像识别、传感器等技术，从多维护对客户及商品进行识别，为商户提供客户身份识别、风险防控、支付结算等服务。**5、蚂蚁金融云。**基于阿里云的基础能力，根据金融行业的业务需求进行开发，可协助金融机构的 IT 架构升级和数据化转型，提升金融机构敏捷创新能力。
- **金融科技能力模块化，通过技术平台向外输出。**2018 年 9 月，“蚂蚁金融云”升级为“蚂蚁集团金融科技”，致力于对外进行技术输出。从产品层面来看，蚂蚁集团提供三大类产品，分别是数字金融、区块链和监管科技。数字金融是定制化的云计算服务，具体包括金融分布式架构、移动开发、分布式数据库、金融智能、金融安全等模块。监管科技主要包括与数据安全、风控、合规相关的系统服务。从解决方案的层面来看，

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

蚂蚁集团为银行、保险、证券、金融监管部门及其他行业公司或具体的业务场景提供定制化的解决方案。蚂蚁集团的金融科技产品线仍在持续的扩充中。

1、**成熟的产品模块。**产品模块大致可分为基础层和应用层。基础层主要包括阿里云的基础服务、金融分布式架构（SOFAStack）、分布式关系数据库（OceanBase）、移动开发平台（mPaaS）以及蚂蚁区块链 BaaS 等，这些基础工具可以帮助客户快速搭建底层系统架构，满足各种业务场景的性能要求。应用层的产品在功能上更加聚焦，通过整合不同的技术模块，来实现特定的职能。在这个层面会结合数据和人工智能的算法，解决客户在业务上的痛点。

2、**综合化的解决方案。**行业解决方案是针对具体的业务主体和场景给出的综合化方案，方案会涉及上述多个产品模块，通过积木式的组合形成一套完整的业务系统。目前解决方案的落地客户除了银行、保险和证券等金融机构之外，还包括企业、政府部门、监管机构等。

图表 10：蚂蚁集团金融科技的产品层级

来源：中泰证券研究所、公司官网

注：仅显示层级，未穷举所有产品模块

体制机制优势突出，电商基因助力技术迭代

- **公司层面，蚂蚁集团能保持科技上的领先，核心原因在于体制机制的优势，**能吸引最优秀的人才并激发创新动力，灵活的组织架构保证技术开发的效率。合伙人制度及企业文化建设确保公司愿景和价值观的延续性，有效的决策机制和容错机制，减少战略失误的可能性，在研发投入上兼顾业务导向和前沿探索。**业务层面，蚂蚁集团沿袭了阿里巴巴的电商基因，丰富的场景和交易闭环有助于数据的沉淀，**保持技术的快速迭代，金融业务本身也是交易，适用于阿里巴巴的技术体系，可以通过中台战略做强底层技术和功能模块，提升前台业务开发效率。
- **企业文化。**阿里巴巴于 2010 年 7 月建立合伙人制度，合伙人平等共事，促进管理层之间的相互协作，克服官僚主义和等级制度。目前有 36 名成员，其中有 8 为在蚂蚁集团任职。完善的合伙人制度能促进企业的发展创新以及企业价值观及文化的传承。合伙人组织通过每年引入新的合伙人来保持活力，推动创新及可持续发展。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 11：在蚂蚁集团任职的阿里合伙人

姓名	年龄	性别	加入年份	职位
胡喜	39	男	2007	副总裁
胡晓明	50	男	2005	董事兼首席执行官
井贤栋	47	男	2007	董事长
倪行军	43	男	2003	首席技术官
彭蕾	46	女	1999	董事
彭翼捷	41	女	2000	首席市场官
曾松柏	53	男	2012	首席人才官
赵颖	46	女	2005	国际事业群总裁

来源：中泰证券研究所、阿里巴巴财报

图表 12：阿里巴巴的价值观

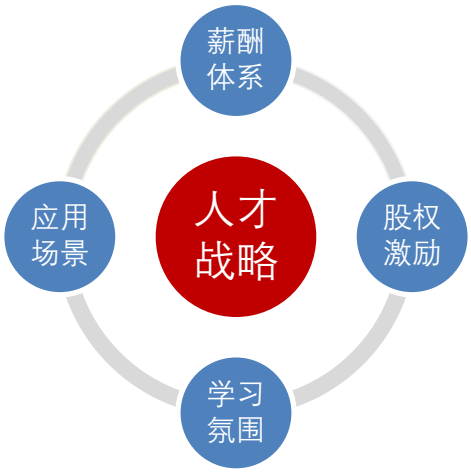
阿里巴巴/蚂蚁集团的六个价值观

- 客户第一，员工第二，股东第三
- 因为信任，所以简单
- 唯一不变的是变化
- 今天最好的表现是明天最低的要求
- 此时此刻，非我莫属
- 认真生活，快乐工作

来源：中泰证券研究所、阿里巴巴财报

- **人才战略。**蚂蚁集团的科技人员占比超过 60%，市场化的薪酬体系和激励机制能吸引优秀的技术人才加盟。作为头部的互联网公司，蚂蚁集团具有人才集聚效应，能为新进者提供与技术大牛交流学习的机会。蚂蚁集团的业务广度也能为技术人才提供更多发挥能力的空间。

图表 13：蚂蚁集团的人才机制



人才机制	描述
薪酬体系	薪酬与级别、绩效挂钩，晋升依据KPI考核及主管提名和晋升委员会面试。
股权激励	一定职级以上的员工入职满2年能拿到股权，分4年拿完。
学习氛围	技术人员有交流平台，鼓励分享。技术大牛集中在大厂。
应用场景	互联网巨头具有丰富的技术应用场景和海量数据积累，为技术迭代提供条件。

来源：中泰证券研究所、阿里巴巴

- **开发模式。**对于底层技术和前沿科技的研究，蚂蚁集团并不会过多地考虑短期的投入产出比，吸引最优秀的人才，投入足够的资源，来实现技术上的突破，保持技术的领先性，甚至成为技术标准的制定者。在前端业务开发方面，以业务需求为导向，成立项目团队，根据需求配备开发人员，鼓励员工进行内部创业，对于项目失败具有一定的容忍度，从而营造出创新的公司氛围，减少错失市场机会的可能性。
- **数据优势。**技术的迭代离不开数据积累，尤其是在大数据和人工智能领域。阿里巴巴和蚂蚁金融具有丰富的生态体系和海量的客户及数据，为技术迭代提供了基础，交易闭环有助于核心数据的积累，能有效形成技术的壁垒。智能风控引擎是数据优势的集中体现，蚂蚁集团积累了大量的客户数据和业务数据，通过大数据分析手段和实时分析能力能有效快速识别欺诈风险，并不断形成新的风控规则，持续加强风险管控能力。
- **中台战略。**国内的中台战略由阿里巴巴最早提出并践行，并适用于阿里

liaohan.net nblax520.com

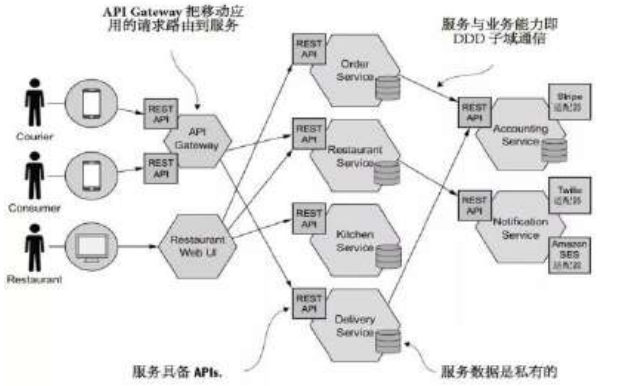
lax889889.com 299520.xyz

巴巴和蚂蚁集团的业务特点，有效提升开发效率。1、中台战略：根据具体业务将其中一些能够为业务线提供基础技术、数据等支持的部门整合成为“大中台”，统一为业务线提供支持和帮助。“小前台+大中台”的组织模式能够促使组织管理更加扁平化，使得管理更加高效。2、微服务架构：一项在云中部署应用和服务的新技术。通过将应用和服务分解成更小的、松散耦合的组件，它们可以更加容易升级和扩展。在微服务架构中，只需要在特定的某种服务中增加所需功能，而不影响整体进程的架构。

图表 14：阿里巴巴中台战略架构图

来源：中泰证券研究所、阿里巴巴云栖大会

图表 15：微服务架构示意图



来源：中泰证券研究所、《微服务架构设计模式》

运营能力：提升客户转化效率和交易促成概率

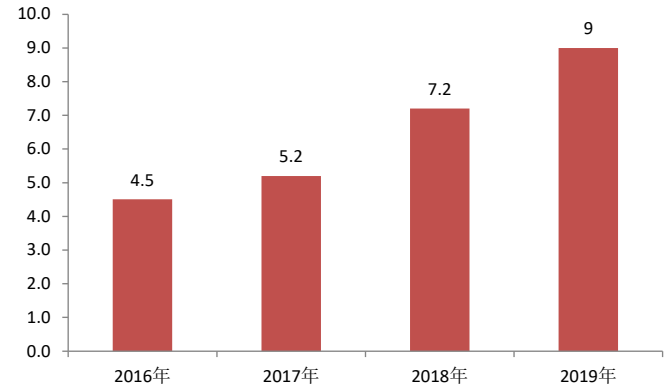
运营效率持续提升，用户体验不断优化

- **运营能力体现在获取新客户和转化老客户的效率上。**蚂蚁集团的服务覆盖海量用户，并能为客户提供个性化定制的产品和服务。支付宝快速迭代，持续提升用户体验。不断提高自动化水平，降低运营成本。蚂蚁集团承袭了阿里巴巴强大的运营能力，阿里巴巴的电商平台擅于互联网流量运营和营销活动策划，从引导电商平台客户从 PC 端向移动端的转移、快速占位直播营销、双十一大促等成功案例可见一斑。**运营能力是移动互联网进入存量时代的核心竞争力。**支付宝国内的年活跃用户数已经达到 9 亿，用户数量进一步上升的空间已经比较有限，未来国内业务增长主要依托于存量客户的运营。一方面增强对 C 端客户的精细化管理，精准客户画像，增强客户粘性和使用频率，另一方面拓展场景，从商品销售到本地服务，满足 C 端客户全方位的生活需求，通过更精准地匹配，提高用户转化率。
- **客户和产品数量保持增长，服务客户的广度和深度不断提升。**2019 年，支付宝国内的用户数达到 9 亿，月活跃用户数超过 7 亿，作为国民钱包，面对的是泛客户群体，在产品设计和客户体验上要考虑到各种细分人群的需求和偏好。在与用户的交互时，根据用户画像，提供千人千面的版面设计、内容选择和产品推送，提高用户的转化率。支付宝平台上使用理财、保险、借贷和信用服务至少一项的用户达到 7.4 亿人，使用多种金融服务的用户占比持续提升，服务中小微企业也达到了 2800 万家。

liaohan.net nblax520.com

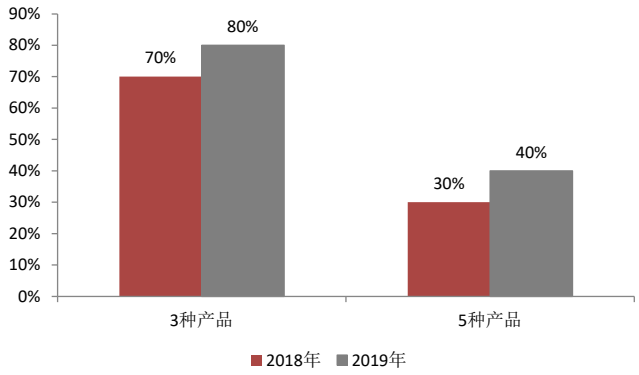
lax889889.com 299520.xyz

图表 16：支付宝国内用户数（亿）



来源：中泰证券研究所、投资者日活动 PPT

图表 17：使用多种金融服务的用户占比

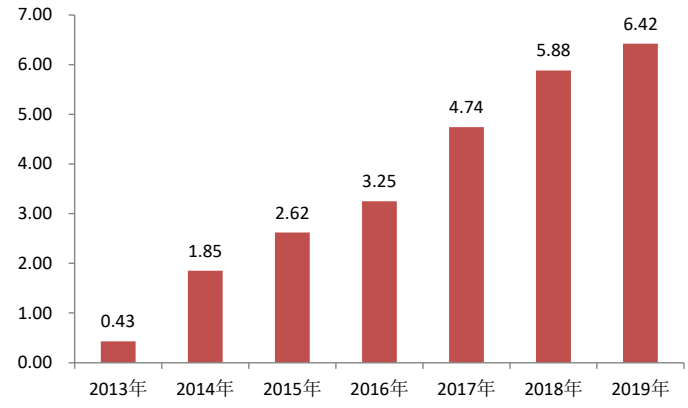


来源：中泰证券研究所、投资者日活动 PPT

注：五种产品为支付、财富管理、小贷、保险、信用服务

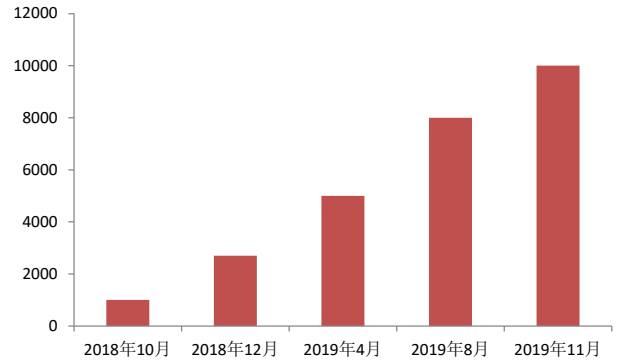
■ **打造了余额宝、相互宝等明星产品，体现强大的流量运营能力。**蚂蚁集团多次成功推出爆款产品，快速完成产品的冷启动，除了支付宝流量优势之外，也依靠了蚂蚁集团的运营能力，前期对市场需求充分调研分析，在产品设计开发上精心打磨，在适合的时点、配合适合的营销方案，快速打开市场。余额宝于 2013 年 6 月上线，到当年三季度末规模就达到 557 亿元，使天弘余额宝一举成为国内规模最大的公募基金，截止 2013 年末，余额宝的客户数已经达到 4303 万人，规模达到 1853 亿元。2018 年余额宝达到历史峰值，规模接近 1.7 万亿元。相互宝于 2018 年 10 月上线，仅仅 9 天时间，用户数就突破 1000 万，当年年末用户数达到 2700 万，上线一年后用户数突破一亿，成为全球最大的网络互助社区。

图表 18：天弘余额宝的用户数（亿）



来源：中泰证券研究所、基金年报

图表 19：相互宝用户数（万）



来源：中泰证券研究所、公开资料整理

■ **支付宝 APP 快速迭代，功能体验持续优化。**APP 的迭代就是秉持以用户体验为先的一个不断试错改进的过程。支付宝平均每 3 个月就会有一个比较大的版本更新。在竞争激烈的互联网行业，必须要持续创新才能牢牢掌握用户的心智。即使 APP 功能已经比较完善，还是会根据用户的反馈及用户行为数据分析来对交互页面及功能模块做改进。首页保持支付功能的核心地位，今年改版加强了本地生活服务的导流力度，提高客户支付粘性。利用小程序生态和首页搜索功能简化 APP 的交互设计。通

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

过蚂蚁森林功能注入了社交属性，并加强与其他功能模块的导流，增强了客户粘性。

- **网商银行和蚂蚁财富号体现低运营成本、高运营效率。**蚂蚁集团能为数亿用户提供丰富的金融产品和服务，自研的金融级分布式数据库提供的强大的扩展能力、容灾能力和极低的运营成本，使普惠金融成为可能。基于数据的自动化运营能力降低了人力成本，也改善的用户体验。网商银行相比传统银行，账户维护成本和支付业务成本大幅下降。小微商户纯线上申请贷款，自动化审核放款，小微贷款的运营成本低至 2.3 元/笔，而传统小微贷款平均的人力成本就达到 2000 元。根据 2018 年蚂蚁财富伙伴大会的信息披露，4 个蚂蚁财富号的运营人员服务了 27 家基金公司及其数千万的用户，蚂蚁财富号的运营综合运用了蚂蚁集团的技术能力，通过 AI 智能引擎开发运营策略，并为运营人员提供各种运营工具和模板，大幅提升了工作效率。

以流量为基础，以数据为驱动

- **丰富的流量、场景和产品为运营提供基础条件，以数据驱动运营决策，**制定合理的考核制度，并招募优秀的运营人员。电商基因使蚂蚁集团在触达客户上更为主动，基于数据分析选择目标客户进行精准营销，通过营销活动设计提高客户的转化率。
- **中心化平台运营的优势。**运营的最终目的是成交，蚂蚁集团掌握支付宝的 C 端流量，背靠阿里巴巴丰富的生态场景，能提供满足 C 端需求的各种产品和服务，可基于平台的流量和数据优势进行客户的运营。具体到金融业务，交易平台本身会产生金融服务的需求，基于场景定制的金融产品能更好的满足客户的需求。蚂蚁集团正在打造面向 C 端用户的一站式账户管理及投资理财平台，从支付到借贷、投资理财、保险，以客户为中心，建立统一的金融客户画像，根据客户所处的生命周期阶段、财务状况及风险偏好等因素，提供综合化的金融服务。
- **以数据驱动业务决策，保持公平性。运营能力来自于数据量和数据维度。**以电商为例，首先需要有足够多的 C 端消费者和 B 端商户提供的商品，其次要对 C 端用户和 B 端商品进行精准画像及标签设置，从而提升两者实现匹配的概率。同样的运营能力可应用于金融业务，从 C 端用户画像识别金融产品需求，基于数据判断客户的信贷风险及或投资风险偏好，提供满足客户需求的金融产品或服务。**阿里系一贯坚持公平性**，优秀的商户可以获得更多的流量支持，而不是单纯靠竞价方式。
- **人机结合的模式保证运营能力的持续性。好的运营能力包括数据驱动和优秀的运营人员。**1、优秀的运营人员是运营能力起步的基础，0 到 1 阶段主要靠人的决策，一方面需要了解市场和产品，另一方面要懂客户需求和心理。运营的架构和流程也需要相关人员去搭建并持续完善，包括对市场和科技前沿变化的快速感知，例如视频直播的出现对流量分发的影响。运营人员必备的能力包括数据分析能力、营销策划能力、沟通协调能力、执行能力、学习能力、同理心等。除了人员的基本素质，合理的考核机制也起到关键作用，运营一般以客户活跃度、转化率等作为核心指标，以结果导向对运营方式进行及时的调整。2、对于一些比较成熟的运营方案，后续的运作对人的依赖性会下降，逐渐转变为数据驱动的

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

自动化模式。另一方面，需要人去不断开发新的运营模式，以应对日趋激烈的市场竞争和技术进步。

图表 20：人机结合的运营模式

来源：中泰证券研究所

图表 21：互联网运营的具体内容

内容运营	活动运营	客户运营
•围绕内容的生产和消费，搭建起一个良性循环，持续提升各类和运营相关的数据，达成吸引流量、培养潜在客户、引诱转化的目的。	•策划和组织营销活动，申请流量资源，调动商家参与的积极性，设计活动页面，活动上线后监控数据，及时调整优化。	•用户行为和需求的分析，用户画像标签的数据分析，客户的分层管理，用户体验的评价和提升，客服的效率和质量。

来源：中泰证券研究所、《我在阿里做运营》

支付业务：超级流量入口叠加高频场景

商业模式：C 端和 B 端协同发展，打造支付闭环

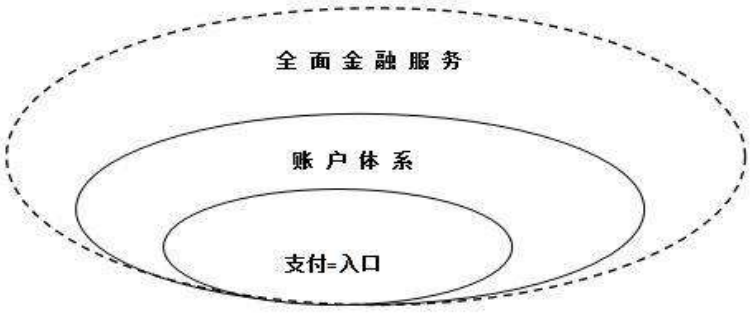
- **C 端打造个人数字钱包，满足支付需求，及账户归集和财富管理平台；B 端通过服务商户，持续拓展场景。**支付业务是蚂蚁集团的基础及核心，其他所有业务都建立在支付业务的基础之上，以支付为入口，构建庞大的生态体系和金融服务体系。支付业务具有高频的特点，是保持客户粘性的关键。
- **数字钱包端。在 C 端提供高实用性的数字钱包，形成账户体系，不但能满足个人转账、缴费以及各种场景的支付需求，还能成为个人账户归集和财富管理的平台。1、强化支付功能。**通过场景生态建设扩大支付宝的使用范围，从 PC 端的网关支付、到移动端 APP 支付、再到线下的扫码支付，不断拓宽边界，丰富支付功能。在支付产品的设计上充分考虑用户的使用体验，实现便捷支付，支付功能始终在支付宝 APP 首页的核心位置。**2、提升客户粘性。**支付宝 APP 具有数字钱包的属性，用户使用时长远低于社交平台。为了增强客户使用支付宝 APP 的频率及时长，蚂蚁集团除了传统的电商服务，还不断增加新零售及本地生活服务内容，提升支付业务的渗透率。此外，支付宝在社交功能上也积极尝试，小步快跑，勇于试错，其中蚂蚁森林成为了提升用户粘性的利器，从环保公益切入，通过小游戏社交互动的设计增加客户使用频率。同时将蚂蚁森林作为平台，连接支付宝的其他产品及服务，形成了有效的用户导流模

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

式。**3、全面金融服务。**基于账户体系打造了一站式的账户管理及投资理财平台。从支付业务的资金沉淀入手，先提供兼具流动性和收益性的现金管理产品，再逐步丰富理财产品种类，满足不同风险属性客户的资产配置需求，成为客户综合理财平台。蚂蚁集团基于消费场景及数据优势，根据客户需求构建了完整的金融服务体系，覆盖了理财、借贷、保险及数据服务等。

图表 22：第三方支付的商业逻辑



来源：中泰证券研究所

- **在 B 端进行场景的拓展，满足各行业商户的需求，并向商户提供增值服务，协助商户的数字化转型。1、实现支付功能。**首先要满足商户的支付需求，能够对支付宝钱包进行收款，在实现基本的支付功能之外再提供收银管理、账务管理、卡券核销等功能。不同行业客户的支付场景不同，需要根据客户需求定制支付解决方案。**2、协助商户经营。**在产业互联网发展及疫情的催化之下，商户的数字化转型有加速的趋势，支付宝在提供支付工具的同时，也在输出数字化转型能力，基于支付宝的技术平台，为商户提供模块化的工具，帮助商户快速实现线上化运营，再通过流量、数据等合作，提升商户的营销能力和客户管理能力，也进一步增强了支付宝和商户的粘性。 **3、提供金融服务。**基于真实的交易流水和多维度的实时数据，蚂蚁集团能为商户提供定制化的融资服务。根据每一个商户特定的融资需求，提供灵活的贷款方案，在风险可控的基础上，降低小微企业的融资成本。

图表 23：围绕线下 B 端的综合支付解决方案

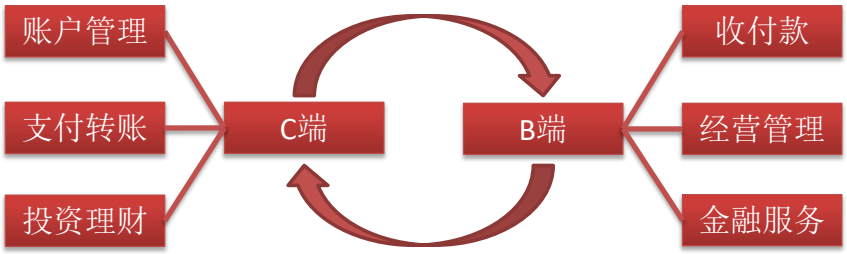
来源：中泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

- **B 端和 C 端的打通有助于形成业务闭环，实现正向反馈。1、促进两端流量的增长，扩大生态圈。**通过增加支付场景来获取新的 C 端客户并增加客户粘性，而 C 端流量的增加又能吸引更多的商户加入，形成正向循环。**2、数据价值的挖掘和变现。**交易能沉淀数据，随着数据量和数据维度的增加，数据的价值会持续提升，形成竞争壁垒。后续的经营决策将实现数据驱动，使业务的拓展更加高效，数据的价值可以同时在 C 端和 B 端实现，具体应用于借贷的风控、投资理财的风险偏好识别、商户的精准营销等。掌握客户的资金流不但能增强客户粘性，还能加深对客户的理解，从而提升平台的风控能力和客户运营能力。

图表 24：支付业务的布局



来源：中泰证券研究所

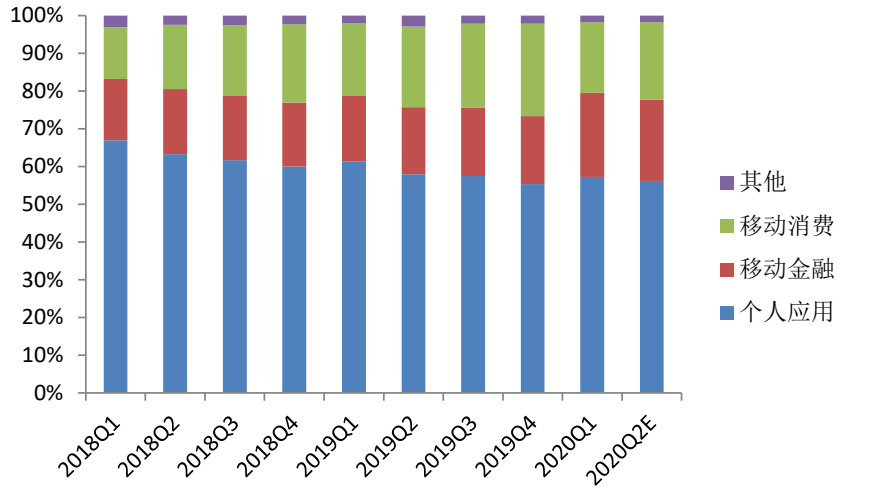
收入模式：以商户端收费为主，盈利能力有提升空间

- **将支付作为流量入口，通过其他增值业务变现。支付业务收入主要由支付交易规模和支付费率决定。**在蚂蚁集团的业务体系中，支付业务最初并不以盈利为目的，费率设定较低，以覆盖成本及满足监管要求为主。为了发展更多的移动支付用户、拓展更多的线下消费场景以及应对微信支付的竞争，过去几年支付宝持续地对消费者和商户进行补贴，并未将盈利作为支付业务的经营目标。2018 年以来，随着备付金集中交存、市场格局逐渐稳定，支付补贴力度有所下降，2019 年年初支付宝也在官网公示恢复标准收费。2019 年以来，支付宝主要在进行刷脸支付的推广，加大了相关营销费用的投入。
- **交易规模领先，商业支付占比较高。**支付宝是国内第三方支付行业龙头，交易量位居行业排名第一。数字钱包用户的增长、活跃度的提升以及支付场景的不断拓展是支付交易量增长的持续动力来源。数字钱包之间的个人转账目前并不收费，收费的支付交易主要是涉及银行账户清算的交易以及商业类的支付。前者主要对个人收费，后者主要对商户收费。相比微信支付，支付宝的社交类支付占比较低，主要以金融类及商业类的支付为主，收费的交易规模占比相对较高。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 25：2018Q1-2020Q2 中国第三方移动支付交易规模结构



来源：中泰证券研究所、艾瑞

- **支付行业整体费率水平较低，商户端收费是主要收入来源。1、支付业务以支付手续费为主要收入来源**，按付费方分，主要包括个人用户和企业用户。个人用户端的收费项目主要是取现和还信用卡，即转出资金类业务，在免费额度之上按 0.1%收费；转入基本不收费。商户端收费是支付业务主要的收入来源，费率在 0.6-1.2%。**2、备付金利息收入。**2019 年 8 月 1 日，央行重启支付机构备付金利息，按 0.35%年利率按季结息，但其中 10%要用作行业保障金。该政策的实施时间为 2019 年 8 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日，后续将根据评估情况进行调整。
- **支付业务的盈利能力有提升的空间。**支付业务本身具有规模优势，规模越大的支付公司，盈利能力越强。支付宝作为支付行业龙头公司，从长期来看，盈利能力高于行业平均水平。支付费率的小幅提升或者营销费用的控制都能有效提升支付业务的盈利水平。基于支付业务在蚂蚁集团中的定位及蚂蚁集团整体税前利润情况，预计支付业务在 2018 年之前处于盈亏平衡或微利状态，2019 年以来支付业务的盈利性有所增强。

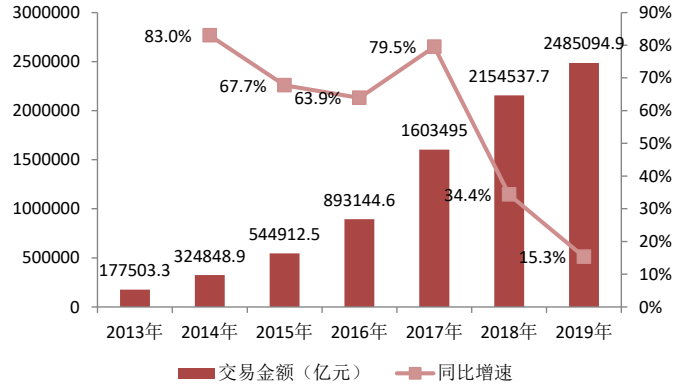
竞争格局：双寡头格局相对稳定，数字钱包形成竞争壁垒

- **支付宝稳居国内第三方支付行业龙头地位，支付交易量排名行业第一。**支付宝的支付业务主要包括线上支付和线下支付，其中线上支付包括 PC 端和移动端，线下支付包括扫码支付和扫脸支付。根据易观的数据，支付宝 2020Q1 第三方综合支付市占率为 48.44%；其中在移动支付的市占率更高，达到 54.97%；2019 年支付宝全年的交易额约为 117 万亿元。根据移动支付网的推算，2019 年支付宝的年交易笔数约为 2298 亿笔，日均 6.3 亿笔。从交易量来看，整个第三方支付行业呈现寡头垄断格局，支付宝和微信支付合计市占率持续提升，2020Q1 达到 82%，两大巨头的市场份额趋于稳定。

liaohan.net nblax520.com

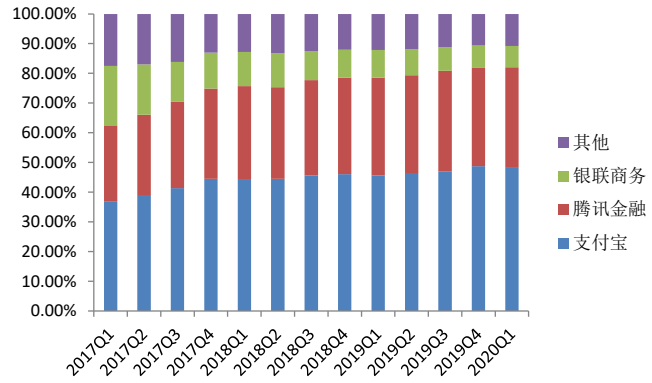
lax889889.com 299520.xyz

图表 26：中国第三方支付综合支付交易规模及增速



来源：中泰证券研究所、易观

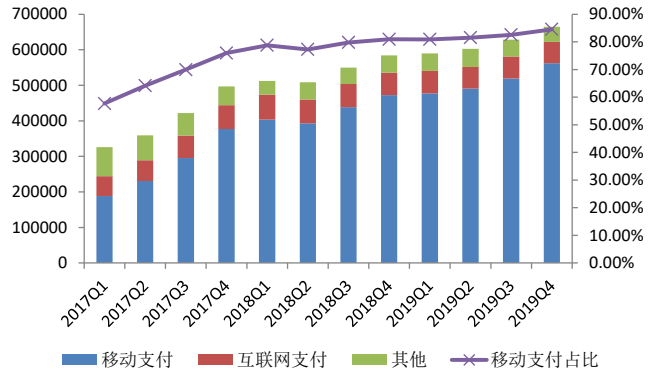
图表 27：中国第三方支付综合支付的市场格局



来源：中泰证券研究所、易观

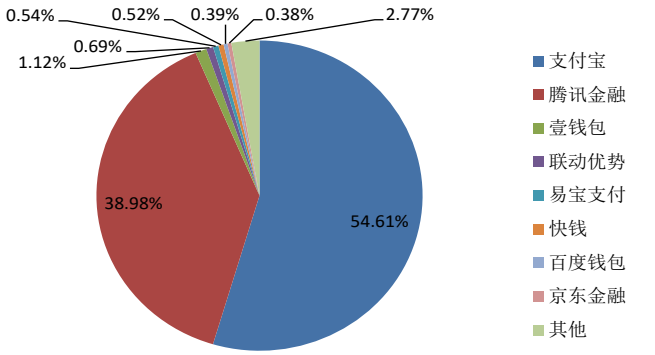
■ **移动支付成为主流，行业集中度更高。**移动支付已经成为第三方支付的主要方式，也是交易量增量的主要来源。移动支付的占比已经从 2017Q1 的 57.7%增值 2019Q4 的 84.53%。移动支付对现金支付产生了明显的替代效应，二维码支付的低门槛实现移动支付的快速普及，渗透到支付的长尾市场，此外移动支付也对互联网支付进行了替代，从 2018 年开始，互联网支付的交易量呈现持续下滑态势。移动支付的规模增长主要来自于线上、线下场景的拓展，实现线上、线下的交易联动，通过对线下场景的数字化改造，有望带动移动支付的持续增长。移动支付市场的行业集中度更高，2019Q4 支付宝和腾讯金融合计占比达到 93.59%，支付宝市占率为 54.61%。

图表 28：第三方支付业务的构成（亿元）



来源：中泰证券研究所、易观

图表 29：2019Q4 第三方支付移动支付市场格局



来源：中泰证券研究所、易观

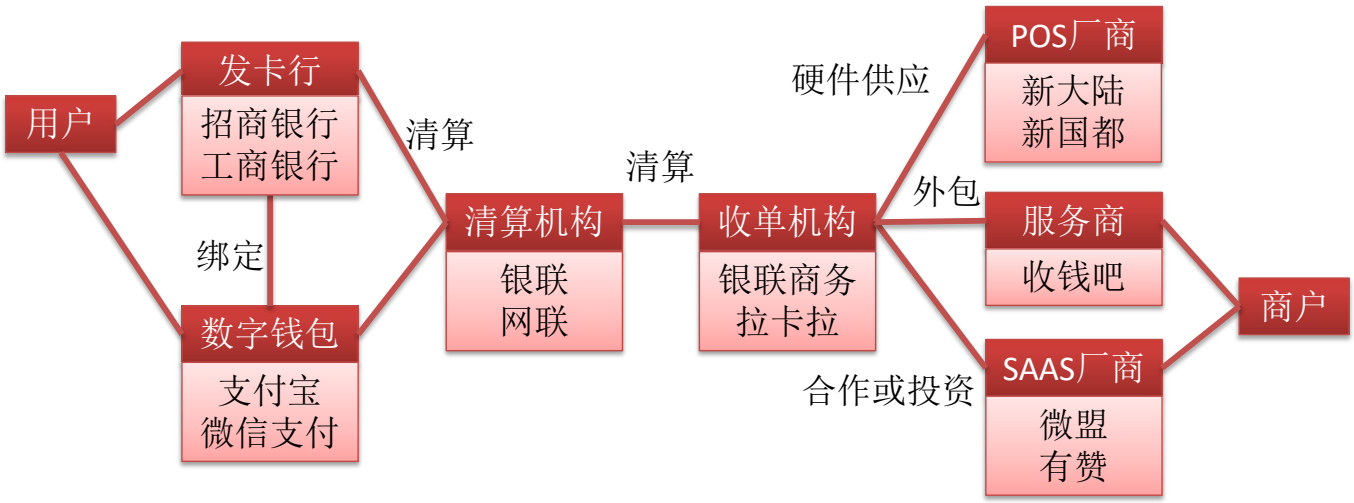
■ **数字钱包是支付宝的竞争壁垒。国内的支付行业，数字钱包端处于产业价值链的顶端，市场格局高度集中。1、数字钱包集中化。**支付产业链大致分为账户端（包括发卡行和数字钱包）、清算机构和收单机构，交易的发起逐步从银行账户向数字钱包转移，账户端的市场格局从较为分散的银行卡市场转变为高度集中的数字钱包市场。**2、数字钱包处于支付产业链核心地位。**在传统的银行卡收单市场，发卡行、清算机构和收单机构按照 7:1:2 的比例进行收入分配，发卡行获取主要收入；在扫码支付业务中，虽然费率有所下降，但账户端的收入占比仍较高，而市场集

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

中度的提升有助于账户端定价权的提升，保持其在产业链上的核心地位。**3、数字钱包的变现能力强。**账户端的流量和数据优势明显，可通过丰富的增值服务进行变现。数字钱包可以通过平台导流获取广告费收入，并基于数据和技术输出风控能力、营销能力及运营能力，通过技术服务费变现。**4、数字钱包用户粘性强。**数字钱包服务于 C 端用户，高频需求带来高客户粘性较强，只要保持用户良好的使用体验，覆盖足够多的使用场景，一旦用户的使用习惯养成，对于市场的新进入者会构成较高的竞争壁垒。从目前来看，数字钱包市场的双寡头格局稳定，其他竞争对手在注册用户数、活跃用户数及数字钱包交易量上都有明显的差距。

图表 30：支付产业链图谱



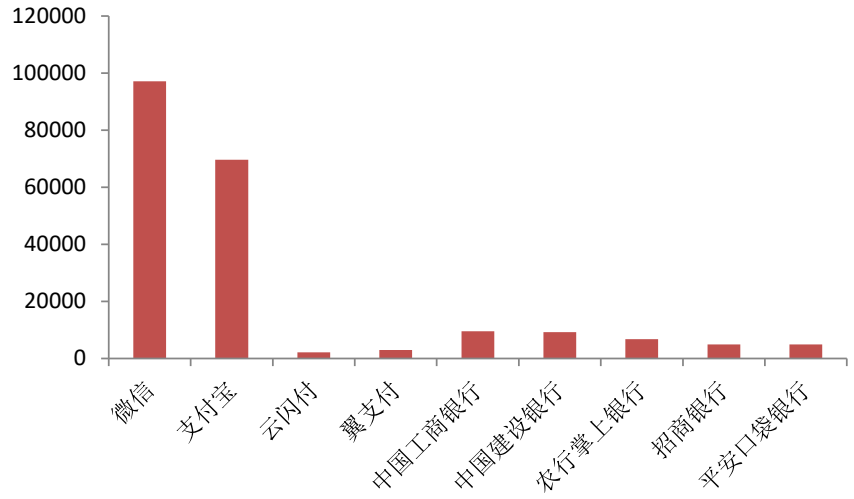
来源：中泰证券研究所

- **支付宝的用户粘性强于银行 APP，交易量高于微信支付。1、支付宝的主要竞争对手是微信支付，交易量保持领先。**支付宝的支付场景主要以阿里系电商场景为核心阵地，还包括线下商户、本地生活服务等场景，微信支付的场景主要包括腾讯系社交场景、其他腾讯系互联网公司业务场景及线下小微商户。从支付交易量来看，支付宝高于微信支付，但微信支付在线下长尾市场的渗透率更高，笔数多，笔均金额小。支付宝的支付交易以商业支付为主，微信支付中的社交转账占比更高。**2、与银行的手机 APP 相比，支付宝的使用便利性和使用范围更广，数字钱包的客户粘性更强**，支付宝相比银行在客户流量及场景拓展上具有优势，并且在互联网运营方面积累了丰富的经验，产品迭代快，传统金融机构较难赶超，目前也主要采取跟随策略。银行手机 APP 的笔均金额明显高于支付宝，支付笔数远低于支付宝。由于监管对账户进行分级管理和支付额度限制，大额支付主要通过银行进行处理。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 31：APP 活跃用户数（万）



来源：中泰证券研究所、wind、易观

注：微信、支付宝、云闪付、翼支付为 2019 年 12 月月活，银行 APP 为 2019 年四季度季活

图表 32：支付业务对比

	支付宝	微信支付	招商银行
流量入口	支付宝	微信	招行 APP
支付场景	阿里系电商、线下商户、本地生活等	腾讯系社交及其他场景、小微商户等	特约商户、APP 小程序等
支付交易类型	商业支付为主	社交支付、商业支付等	大额转账、商业支付等
年交易总金额	117 万亿	81 万亿	33 万亿
交易笔数	日均 6.3 亿笔	日均 15 亿笔	全年 17 亿笔
笔均金额	509 元	148 元	19412 元

来源：中泰证券研究所、易观、移动支付网、招行年报

注：2019 年数据，交易量来自易观，笔数来自移动支付网

- **B 端具有生态场景的优势，支付宝的收单范围持续扩大。1、阿里巴巴的电商体系是支付宝场景的基本盘**，包括淘宝、天猫、聚划算等 B2C 电商，以及 1688、速卖通等 B2B 电商，阿里巴巴在平台型电商中的龙头地位牢固，海外市场具有较大的发展潜力。**2、阿里巴巴和蚂蚁集团通过投资和战略合作等方式拓展的线上、线下的支付场景**，覆盖社交网络、数字娱乐、本地生活、交通出行、物流运输等领域，持续扩大了支付宝的使用范围。**3、通过导流、平台运营、技术输出等合作模式，整合服务商的能力，进一步扩大支付生态圈**，覆盖更多线下品牌商户、小微商户以及金融机构。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

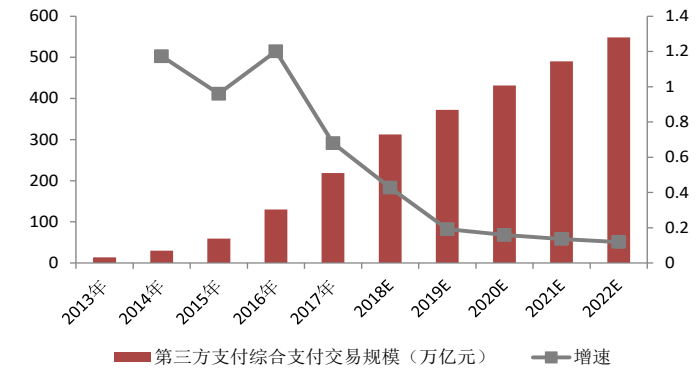
图表 33：支付宝覆盖场景及蚂蚁集团生态资源

来源：中泰证券研究所、艾瑞

趋势和空间：主要来自于场景拓展和国际化

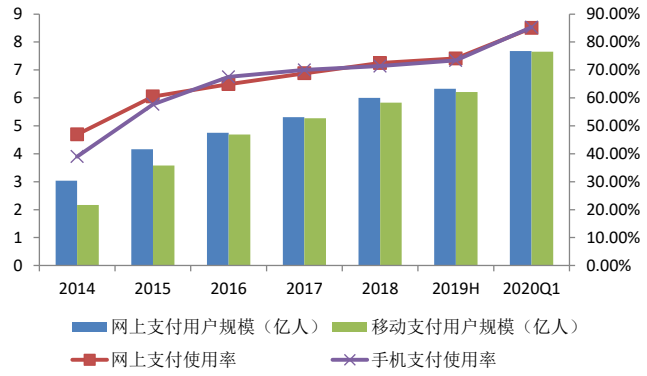
- **支付交易量增速有所回落，移动支付渗透率高，市场下沉仍有空间。**第三方支付行业过去几年经历了高速发展阶段，随着行业渗透率的不断提升，整个第三方支付行业的交易规模增速预计放缓，年增速回落到 20%以下。互联网支付在网民中的使用率持续提升，2020Q1 受疫情催化，互联网支付用户规模有明显的抬升，渗透率达到了 85%。目前农村地区的普及率为 46.2%，相比城镇地区的 76.5%仍有提升空间。

图表 34：第三方支付综合支付交易规模预测



来源：中泰证券研究所、艾瑞

图表 35：互联网支付的用户规模



来源：中泰证券研究所、CNNIC

- **国内支付业务的增长空间来自于 B 端的进一步拓展。1、支付场景拓展。**目前支付宝的注册用户已经达到 9 亿，国内移动支付的增量用户空间已比较有限，支付交易量的增长空间来自于线下支付场景的拓展，进而提升户均支付交易量。扫码支付大幅降低了线下移动支付的门槛，以移动支付得到快速发展，未来生物识别技术和物联网技术的应用将进一步提升支付的便利性。**2、B 端数字化推动线下支付场景的线上化。**支付是完成交易最后的步骤，通过线下场景的线上化可以提早介入交易的决策

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

环节，进一步加强支付和交易的绑定。3 月 10 日支付宝升级为数字生活的开放平台，进一步加大技术和生态的开放力度，赋能线下商户的数字化转型。支付宝平台从 1.0 版的工具开放到 2.0 版的能力开放，再到本次 3.0 的全域运营体系开放，进一步加强了对商户导流的能力。支付宝的改版主要加强了本地生活的推广力度。在首页的应用中心突出生活服务，展示位从 9 个增加到 14 个，并允许客户进行自定义，提高触达效率。推出生活服务专区，提供智能算法和分类入口，给第三方服务商更多的曝光机会。在新型肺炎疫情的催化下，更多的线下商户开始搭建线上线下的联动平台，使蚂蚁集团的生态圈进一步扩大。

图表 36：支付宝平台的开放进程

阶段	开放程度
1.0 工具开放	积累开放 3000 个以上的能力接口
2.0 能力开放	小程序和公众号
3.0 全域运营体系	首页平台、公域能力、公域流量、商业场景

来源：中泰证券研究所、2020 年支付宝合作伙伴大会、零壹财经

- **支付宝的国际化打开增量市场。**自 2016 年推进全球化战略以来，蚂蚁集团已在全球市场打造出 9 个当地版本的“支付宝”，形成全球 1+9 的布局，覆盖全球 12 亿用户。**1、打通全球支付渠道，支撑 e-WTP 电子世界贸易平台发展。**支付宝已与全球 250 多个金融机构建立合作，网上支付打通全球 220 多个国家和地区，支持 27 种币种交易，全球付让全球买、全球卖成为可能。**2、便利出境游客的线下支付。**支付宝二维码已覆盖超过 56 个国家，接入了吃喝玩乐、交通出行等数十万海外各类商家，涵盖餐饮、超市、百货、便利店、免税店、主题乐园，海外机场、退税、打车等出境游绝大部分场景，包括在超过 35 个国家的 85 个机场和 3 个码头可实时退税，接入 20 个国家和地区到公共交通系统，到全球 10 个国家的 33 个城市可用支付宝一站式打车等。**3、打造海外本地数字钱包。**通过“技术输出+合作伙伴”模式，蚂蚁集团在印度、巴基斯坦、孟加拉国、泰国、菲律宾、马来西亚、印尼、韩国、中国香港等 9 个国家和地区打造了 9 个本地版“支付宝”，服务当地居民。

图表 37：蚂蚁集团海外支付业务布局

年份	项目	国家	人口（亿）	轮次
2015	Paytm	印度	13.24	A /B 轮/战略投资
2016	Ascend Money	泰国	0.69	A 轮/战略投资
2017	KaKao Pay	韩国	0.51	战略投资
2017	Mynt	菲律宾	1.03	A 轮
2017	Emtek	印度尼西亚	2.61	成立合资子公司
2017	HelloPay	新加坡	0.06	收购
2017	Touch'n Go	马来西亚	0.31	成立合资公司
2018	TMB	巴基斯坦	0.31	45%股权投资
2018	bKash	孟加拉	1.63	战略合作

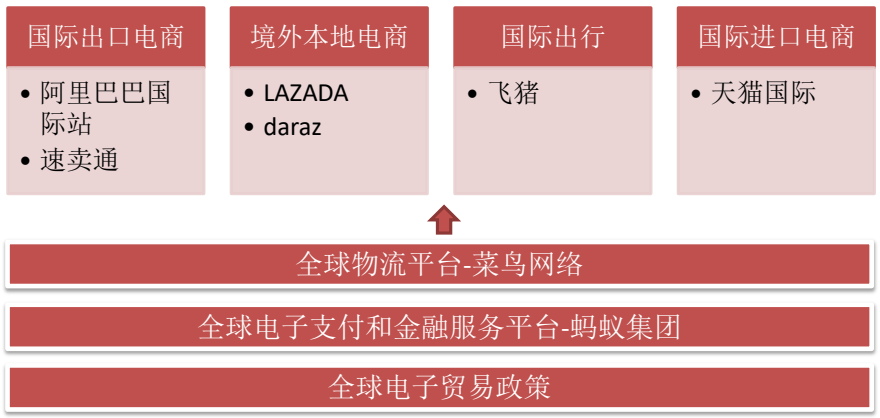
来源：中泰证券研究所、公开资料整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

- **与阿里巴巴全球战略的协同。蚂蚁集团的国际化战略与阿里巴巴的国家化战略是高度协同的，支付业务的目标是构建一个覆盖全球的电子支付网络，成为阿里巴巴数字经济基础设施的核心组成部分。**阿里巴巴的国际业务模块包括出口电商平台阿里巴巴国际站和速卖通、进口电商平台天猫国际、境外本地电商平台 LAZADA 和 daraz、全球出行服务平台飞猪。阿里巴巴的目标是把阿里的数字经济基础设施推向全世界，未来 5 年的目标是服务全球超过 10 亿的消费者，平台交易规模超过 10 万亿元人民币。到 2036 年服务 20 亿消费者，创造 1 亿就业机会，帮助 1000 万家中小企业盈利。

图表 38：阿里巴巴和蚂蚁集团的国际化战略



来源：中泰证券研究所、2019 年投资者大会 PPT

- **支付业务的海外布局展望。**在建立了支付的基础设施之后，蚂蚁集团海外业务的深度有望进一步提升，为更多的本地个人用户及小微企业提供数字普惠金融服务。**1、参照国内支付业务的发展路径。**以支付为切入点，基于支付场景数据，提供更加丰富的金融服务。通过参股或战略投资来拓展支付场景。从 2019 年蚂蚁集团境外投资项目分布来看，已经从支付业务向 O2O 行业、零售行业及消费金融领域拓展。**2、境外业务布局采取差异化策略，降低监管风险。**支付及其他金融业务都属于强监管业务，面临比较大的监管风险。蚂蚁集团主要通过参股或者战略合作的方式，和本地具有金融牌照的公司共同开展支付业务，蚂蚁集团主要贡献支付业务解决方案及技术开发平台等。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 39：2019 年以来蚂蚁集团的海外投资

时间	公司	行业	阶段	国家
2019 年 1 月	Akulaku	消费分期	D 轮	印尼
2019 年 2 月	worldfirst	支付	收购	英国
2019 年 3 月	BLUE Mobile	智能零售	C 轮	泰国和印度尼西亚
2019 年 5 月	QEDIT	区块链技术	A 轮	以色列
2019 年 10 月	Zomato	餐饮 O2O	战略投资	印度
2019 年 11 月	Paytm	支付	E 轮	印度
2019 年 12 月	eMonkey	支付	战略投资	越南
2020 年 1 月	Zomato	餐饮 O2O	战略投资	印度
2020 年 3 月	Klarna	支付	战略投资	瑞典
2020 年 5 月	Wave Money	支付	战略投资	缅甸

来源：中泰证券研究所、IT 桔子、零壹财经

- **运用生物识别技术是支付技术主要发展方向。**数据积累加速算法迭代，生物识别的准确率不断提升，通过人脸识别、声纹识别等多种识别方式交叉验证，可同时提高支付的安全性和效率。**2019 年刷脸支付成为支付宝重点推广的支付方式。**刷脸支付使用的人脸识别技术是生物识别技术的一种，核心是通过对生物特征的比对来确认身份。相比目前主流的扫码支付方式，刷脸支付所需的技术包括人工智能、云服务和双摄像头 3D 结构光生物识别技术，其成本明显高于目前主流的扫码支付。短期内，刷脸支付将主要布局在大中型商超，与扫码支付共存，推广速度预计会慢于扫码支付。**移动互联网技术和物联网技术的综合运用将打破支付设备的固有形态，用不被感知的方式获得数据。**未来的线下支付场景中收银台会消失，通过摄像头进行图像识别，通过生物识别技术进行身份确认，通过电子标签、NFC、扫码等技术对交易进行确认并自动支付，从而进入无感支付阶段。

图表 40：刷脸支付实现的技术条件

技术	描述
硬件	红外双目摄像头或者 3D 结构光/TOF 相机
通讯	4G/5G/WIFI 高速网络及 SAAS 云服务平台
数据	公安二代身份证数据库
技术	生物识别技术

来源：中泰证券研究所、移动支付网

借贷业务：支付流量变现的利润中心

商业模式：海量数据和丰富场景下的流量变现

- **蚂蚁集团的借贷业务大致分为 2B 和 2C 两种模式，以 2B 的阿里小贷起步，在 2C 的花呗和借呗消费金融产品上实现跨越式发展。1、小微金融。**蚂蚁集团的借贷业务从阿里小贷开始，致力于为电商平台上的小微商户

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

提供信贷服务，业务模式经历了从银行合作到小贷公司自营再到成立网商银行的过程，商户也从线上平台扩展到了线下的码商。**2、消费金融。**蚂蚁集团在 2015 年推出了花呗和借呗产品，以两家小贷公司作为放贷主体，通过发行 ABS 进行融资。2018 年随着监管趋严，业务扩张有所放缓。业务模式逐渐从小贷公司自营向金融机构助贷模式转移。

- **2C 端产品定位面向年轻客群的纯线上信用贷产品。1、蚂蚁花呗。**花呗是一款分期产品，本质是赊账支付工具，促进销售和培养用户习惯是主要目标。申请开通后，用户将获得 500-50000 元不等的消费额度。用户在消费时可以预支蚂蚁花呗的额度，享受“先消费，后付款”的购物体验。免息期最高可达 41 天。消费者可以分 3、6、9、12 个月进行还款。根据不同的分期期数，收取手续费，费率在 2.3-7.5%。如果逾期不还每天将收取万分之五的逾期费。**2、蚂蚁借呗。**借呗是一款现金贷产品，赚取利息收入是主要目标，定价高，盈利性强。目前的申请门槛是芝麻分在 600 以上。按照分数的不同，用户可以申请的贷款额度从 1000-300000 元不等。借呗的还款最长期限为 12 个月，平均贷款日利率是 0.045%，随借随还。

图表 41：蚂蚁花呗的分期费率

分期期数	费率
3 期	2. 30%
6 期	4. 50%
12 期	7. 50%

来源：中泰证券研究所、蚂蚁集团官网

图表 42：蚂蚁借呗的年化利率

APR	占比
5. 4%	3. 60%
7. 2%	1. 97%
9%	0. 03%
10. 8%	11. 53%
14. 4%	47. 72%
18%	34. 47%
21. 6%	0. 68%

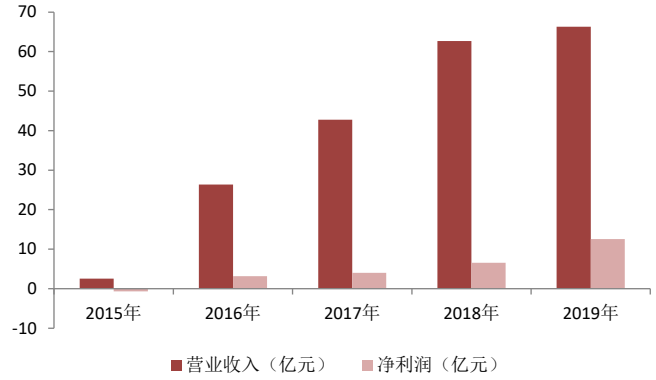
来源：中泰证券研究所、2017 年 6 月蚂蚁借呗 ABS 产品说明书

- **2B 端网商银行为小微和三农提供普惠金融服务，强调构建“小银行、大生态”。**区别于传统小微金融“抵押物+互保”的模式，网商银行开展业务的核心是“生态+数据”，以技术和数据驱动业务发展，使金融服务场景化，优化授信模式，提升用户体验。网商银行成立于 2015 年，蚂蚁集团持有网商银行 30%的股份。网商银行承接了之前阿里小贷的业务，定位于服务小微企业和农村市场。凭借阿里巴巴、蚂蚁集团线上线下的交易场景和支付场景，通过大数据征信为小微商户提供信贷及其他综合金融服务。截止 2019 年底，累计服务小微企业及小微企业主 2087 万户，户均余额仅为 3.1 万元。

liaohan.net nblax520.com

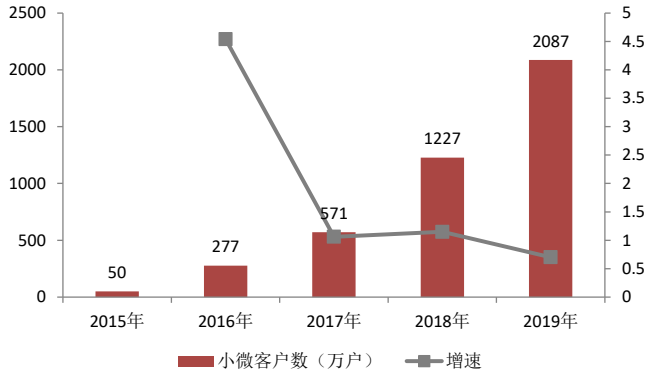
lax889889.com 299520.xyz

图表 43：网商银行的营业收入及利润



来源：中泰证券研究所、公司年报

图表 44：网商银行累计服务小微客户数及增速

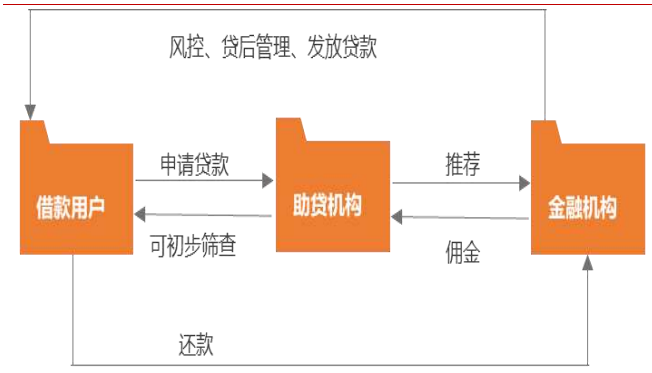


来源：中泰证券研究所、公司年报

收入模式：C 端助贷为主，B 端平台化综合运营

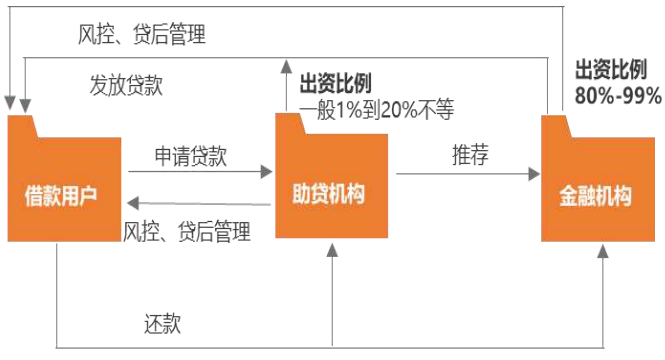
- **蚂蚁集团 2C 端“信贷联营”三种模式。根据财新的报道，蚂蚁集团与金融机构的合作大致可分为三种：1、纯导流。**合作银行业机构自行决策和放贷，合作方多是大中型银行，由银行独立风控。**2、“导流+资金联营”。**与合作方按比例出资，多用于中小银行、信托公司、消费金融公司。在这种模式中，蚂蚁集团从 8 亿多客户中，筛出 3-4 亿“白名单”客户，合作机构根据自身风控进行二次筛选。分润比例跟业务量有关，业务量越少，蚂蚁的分润比例越高。**3、“导流+初筛”。**为合作方提供蚂蚁风控下的初筛结果，让合作方自行决策和放贷，合作机构主要包括邮储银行、中小金融机构、小贷公司。

图表 45：信贷联营模式之引流/引流+初筛（助贷）



来源：中泰证券研究所、财新

图表 46：信贷联营模式之引流+联合出资



来源：中泰证券研究所、财新

- **当前 2C 端资金模式以助贷为主，蚂蚁集团向合作方收取技术服务费。**为了应对监管部门降杠杆率的要求，2017 年 12 月 18 日，蚂蚁集团宣布对旗下两家小贷公司增资 82 亿元，将其注册资本从 38 亿元大幅提升至 120 亿元。花呗和借呗 2018 年共发行了 78 支 ABS 产品，发行金额总计为 1724.5 亿元，存量为 1715.25 亿元，按照借呗和花呗的存量 ABS 规模与其目前注册资本估算，其融资杠杆率远超重庆金融办规定的小贷

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司各类融资余额合计不超过公司资金净额 2.3 倍的杠杆限制。因此，2018 年开始蚂蚁集团开始加速打造开放平台，将业务向金融机构开放。新模式由金融机构自主风控、以蚂蚁风险评估为辅，审批额度由金融机构决定，蚂蚁将从中收取一定比例的技术服务费。

图表 47：蚂蚁花呗和蚂蚁借呗的 ABS 发行量

	花呗 ABS		借呗 ABS	
	金额（亿元）	数量	金额（亿元）	数量
2016 年	477.8	24	165	7
2017 年	1464	58	1224.1	45
2018 年	1169	51	555	27
2019 年	1063	47	115	9

来源：中泰证券研究所、wind

- **2B 端凭借其在技术和数据领域的优势，技术和业务模式创新并重，提供个性化产品及服务。1、云计算降低运营成本。**网商银行是国内首家将核心系统架构建在金融云上的银行，账户维护成本和支付业务的成本大幅低于传统银行，每笔小微贷款的运营成本仅为 2.3 元，而传统小微贷款平均的人力成本就达到 2000 元。**2、大数据实现快速放贷。**首创基于大数据的“310 信贷模式”，即 3 分钟申请，1 秒放贷，0 人工干预，大幅提升用户体验，降低运营成本。**3、低息短贷的差异化策略提升用户体验。**无需理财存款支撑，支持隔日拆解，随借随还，借款资金和周期灵活，小微企业可根据需求借贷，实际支付的利息不会对企业经营造成负担。**4、客群定制化产品。**根据不同客群的特征，与不同的外部机构合作，定制大数据风控模型，满足客户的融资需求。**5、开放合作平台。**网商银行秉持开放的原则，与外部展开联合获客、联合放款、联合风控、联合建模等多种形式的合作。2018 年，网商银行启动“凡星计划”，与金融机构共享“310 模式”，通过开放阿里巴巴蚂蚁集团生态场景、开放人工智能风控体系、开放智能化运营能力，全面赋能金融机构。

图表 48：普惠金融的创新模式

细分客群	合作方	技术	描述
农民	农业龙头企业		通过供应链授信向农民提供金融服务。
	政府	大数据	基于农业补贴、农业保险、土地确权等数据授信。
	卫星图像公司	卫星遥感技术	“亿亩田”合作计划，通过卫星遥感图像，识别稻田的作物类型、生长情况，结合气候、行业等情况，经过交叉验证，系统就能预估产量和价值，从而向农户提供合理的信贷支持。
淘宝卖家	菜鸟	大数据	存货融资。结合淘宝、天猫巨大的商品库，利用算法对存货进行动态估值，创新性地把商家的存货数据和销售产生的“应收账款”数据打通，不但存货可以变成一笔信用额度，存货售出后变成“应收账款”也会被立即增加到客户的信用额度里，抵消了客户因存货售出带来的信用额度减少，这样既能保证客户发货不间断，银行也能控制自身的风险。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

线下加盟商	品牌企业		新店加盟贷。通过服务品牌供应链，如供应商、加盟商等上下游企业的方式，支持品牌的业务发展。
卡车司机/小微物流企业	货运平台	区块链	供应链贷款。将数据上传到区块链，使得记录不可篡改，订单、轨迹流、资金流，三方信息核对一致后，网商银行就可以基于真实货运情况发放贷款。
汽车消费者	天猫、汽车金融公司和融资租赁公司	开放平台	汽车分期贷。由天猫提供商流服务，网商银行提供账户资金收付、风控服务，再把汽车金融公司和融资租赁公司引入平台，让他们提供汽车、资金以及抵押、审批等后续服务。

来源：中泰证券研究所、新零售商业评论《乘风破浪的云上银行》、环球网

竞争格局：差异化获客、注重数据和技术创新

- **蚂蚁集团依托其在场景、客群和风控领域的优势迅速开拓借贷业务的市场份额。1、业务场景。**借贷业务需求直接来自于交易场景，蚂蚁集团生态有丰富的交易场景，借贷业务可直接嵌入到支付环节中。**2、目标客户。**从交易场景可直接获取消费信贷的长尾客户以及有融资需求的小微商户及个体经营户，然后再从这些客户中转化现金贷客户。**3、风控能力。**从真实交易中获取客户可降低欺诈风险，持续的交易数据能持续优化信贷模型，提升模型的预测能力，强化风控能力。

图表 49：蚂蚁集团和腾讯借贷业务模式对比

	蚂蚁集团	腾讯
经营主体	小贷公司/网商银行	微众银行
资金模式	ABS/助贷/联合贷	联合贷
业务布局	消费金融/小微金融	以消费金融为主
征信数据	电商数据/芝麻信用体系/央行征信	社交数据/微信支付分/央行征信

来源：中泰证券研究所

- **蚂蚁集团消费金融的特点：大数据和线上化。1、获客和运营：支付端引入流量，聚焦长尾客群。**蚂蚁集团通过支付宝的超级流量入口和阿里巴巴生态圈进行花呗客户的获客，再通过信贷数据的积累完善信用风险模型，进一步筛选客户向借呗导流。主要是从高频的支付切入其他低频金融服务。**2、风控：依托大数据优势构建“智能、立体和闭环”的线上风控体系。**a、数据来源主要包括电商平台的消费数据和支付数据、花呗和借呗积累的信贷业务数据，以及其他外部合作的数据。b、数据优势在于交易闭环，真实场景的消费交易和缴费信息，以及强相关性的金融业务数据，包括借贷、投资理财和保险。贷后可实时跟踪客户行为数据，识别客户异常行为，提供精准的风险预警。c、数据用途不仅是借贷业务，还为各种生活场景提供信用免押服务，进一步提升用户体验。

liaohan.net nblax520.com

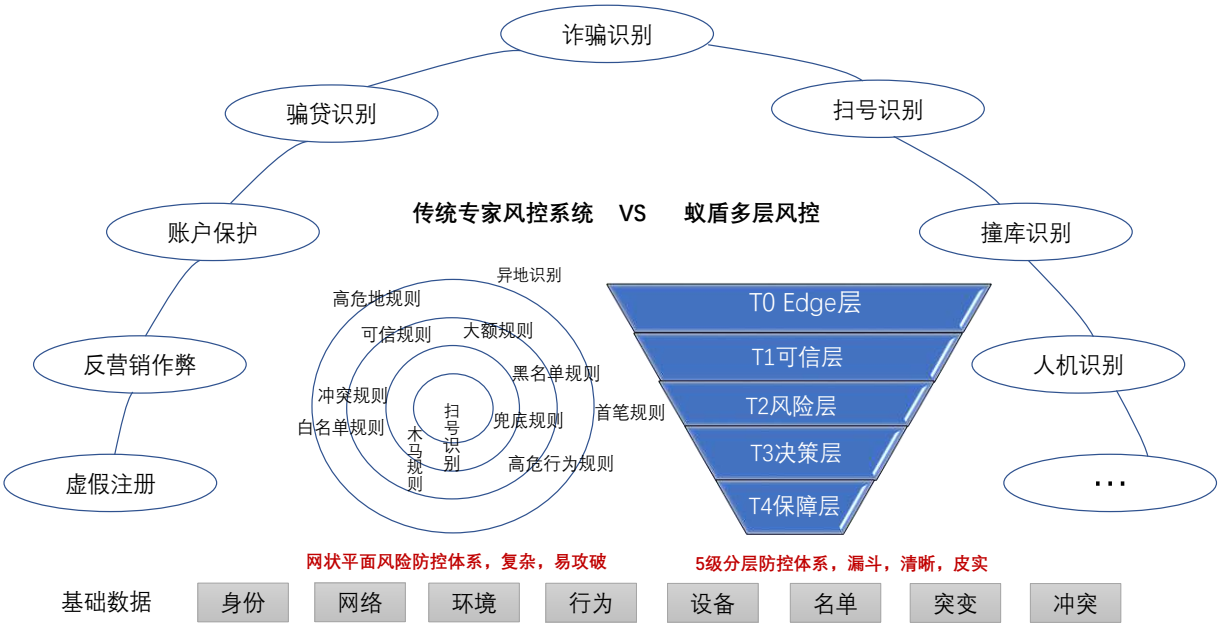
lax889889.com 299520.xyz

图表 50：芝麻信用分的评估维度

评估维度	具体内容
信用历史	过往信用账户还款记录及信用账户历史
行为偏好	在购物、缴费、转账、理财等活动中的偏好及稳定性
履约能力	稳定的经济来源和个人资产信息，包括公积金、动产及不动产
身份特质	学习及职业经历、实名消费行为（酒店、机票、保险等）
人脉关系	好友的身份特征以及跟好友互动程度

来源：中泰证券研究所、公司官网

图表 51：AI Decision 多层级漏斗智能识别与决策



来源：中泰证券研究所、蚂蚁技术

- **传统金融机构零售信贷：依托白名单和线下风控。1、获客和运营：围绕优质客群做综合经营。**传统银行获客一般采用线下网点展业+线上 App 自主获客+外部平台导流多种模式。以宁波银行白领通为例，通过职业初步锚定客群，优选公务员、大中型企业白领员工等优质零售客户；同时通过收入证明、挂钩公积金等辅助验证偿付能力，确保客户有足够的收入还款（有房、车等资产更佳）。运营模式上，通过客户经理的综合运营做大零售客户 AUM。**2、风控：依托线下传统风控和对客户的“软约束”控制风险。**宁波银行建立了从贷前独立审批到贷后跟踪的完备的风控体系，同时抓住客户心理，对客户形成“软约束”。白领通的客户常不愿冒着被银行打官司的风险而恶性违约，违约的结果可能是职业饭碗受到影响。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 52：宁波银行白领通聚焦客群

白领通	白 A	公务员
	白 B	教师、医生等事业单位编制员工
	白 C	金融、电信、电力、烟草、炼化、港务、律师、会计等行业正式编制员工

来源：中泰证券研究所、公司官网

图表 53：宁波银行具有完备的风险体系

风控体系	贷前	贷款总行集中审批，各级审批官独立授信审批。
	贷中	纳税、用电、海关、征信 4 项数据为核心，建立自上而下的 4+N 风险预警体系，进行个人和产品的预警。
	贷后	落实业务独立回访、清收名单制管理

来源：中泰证券研究所、公司官网

■ **蚂蚁集团在长尾消费信贷市场份额领先。1、和其他互联网流量巨头相比，蚂蚁集团具有规模优势，数据积累也能强化运营和风控能力。**互联网公司主要从各自的场景生态中获取客户，以小额高频的长尾市场为主，产品形态较为趋同。蚂蚁集团的借贷业务发展速度更快，业务规模领先同业。场景分期产品的主要竞争对手是其他电商平台，根据网经社电子商务研究中心发布的《2019 年度中国网络零售市场数据监测报告》，2019 年网络零售 B2C 市场以 GMV 统计，排名前三位分别为：天猫 50.1%、京东 26.51%、拼多多 12.8%，阿里系电商占据国内电商市场的半壁江山，在电商场景分期业务上具有明显优势。此外，支付宝正在通过码商体系，拓展线下商户的分期业务市场。现金贷产品的市场参与方更加广泛，市场竞争更为激烈，除了自身流量带来的获客优势，蚂蚁集团在运营及风控上也具备优势，借贷业务本身的数据积累能持续强化风控能力，形成竞争壁垒。目前市场格局呈现双寡头格局，腾讯微粒贷起步晚于借呗，规模相对较小，但业务增速较快，预计客户重叠度将进一步提升。

图表 54：场景分期产品对比

	花呗	京东白条	招行信用卡
主要获客渠道	阿里系电商、线下码商等	京东商城、京东系场景等	自营团队、互联网平台等
分期手续费率	2.3-7.5%（总费率，按期分摊）	0.5%-1.2%（每月费率，按期数不同）	0.68-1%（每月费率，按期数不同）
平均贷款余额	小于 1000 元	小于 1000 元	1 万元左右
信贷余额规模	2000-3000 亿元	近 1000 亿元	6710 亿元

来源：中泰证券研究所、公司官网、公司年报、公开资料整理

图表 55：现金贷产品对比

	借呗	微粒贷	招行信用贷
主要获客渠道	支付宝	微信	招行 APP
平均借款利率	14-18%	14-18%	7-14%
平均贷款余额	8000 元左右	8000 元左右	10 万左右
规模余额规模	5000-7000 亿元	2500 亿元左右	1237 亿元

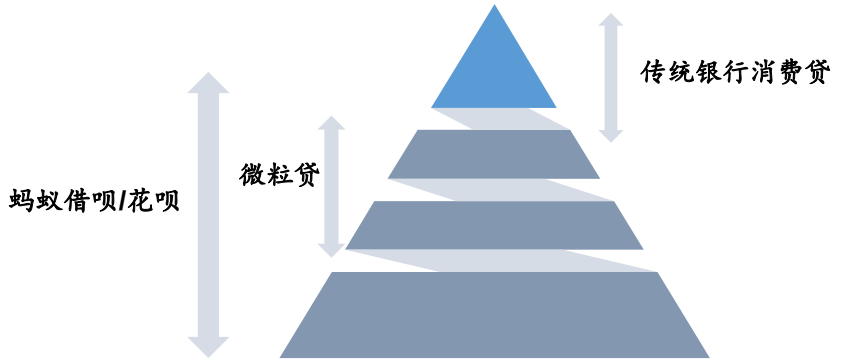
来源：中泰证券研究所、财新、公司年报、公司官网、公开资料整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

- **2、与传统金融机构相比，聚焦是更广阔的长尾市场。**和商业银行聚焦头部优质客户不同的是，互联网消费贷产品聚焦的是更小额分散的长尾客群，这部分客群客单价更低、利率更高、市场空间也更为广阔。

图表 56：银行和互联网平台消费贷客群覆盖情况



来源：中泰证券研究所

- **蚂蚁集团小微金融的特点：阿里生态场景和数据驱动、线上化、注重技术创新。1、获客及运营：更小额分散，利用线上优势逐步拓展至线下码商。**网商银行的目标客户包括淘系电商卖家、线下码商及农民等。初期客户主要来自于阿里巴巴电商生态的商家，基于自有的客户及数据沉淀，为卖家提供信贷支持。随着阿里巴巴和蚂蚁集团生态向线下逐步扩展，开放程度不断提升，小微金融业务也开始向线下延伸，通过与外部场景合作，为线下商户及农村地区提供普惠金融。网商银行在支付宝、微博、微信公众号等设有流量入口，支持支付宝、淘宝/天猫、1688、阿里速卖通等账户快捷登录，阿里电商平台全打通。
- **2、风控能力：基于数据定制最优信贷策略。**网商银行风控的目标是在把风险控制在合理水平的同时，为更多的客户提供最合适的授信。和传统商业银行线下小微风控模式不同的是，网商银行的小微金融在数据化风控上有 10 万多项风控指标，3000 多种风险策略和 100 多个模型。线下码商贷款业务也有超过 20 个模型，风险策略超过 500 种。阿里巴巴自有的电商生态打通了资金流、物流和信息流，具有数据优势。针对特定行业，网商银行业会从外部获取数据，先对数据进行清洗、整合和判断，再设计风险管理流程。此外，网商银行具备较强的贷后管理能力，通过多维度数据实时跟踪小微商户的经营情况，及时发现及控制潜在的信用风险。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

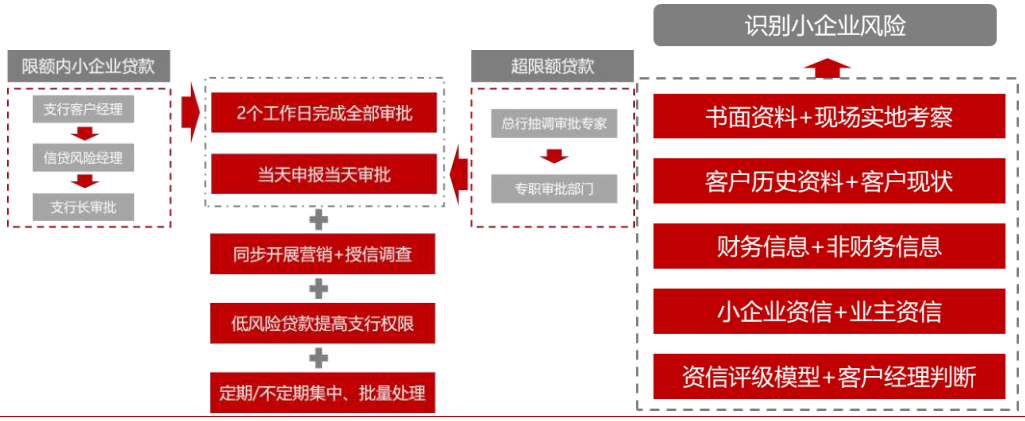
图表 57：网商银行小微金融的两个典型风控模型

滴灌模型	水文模型
•网商银行的数据维度很多，在10万多项风险指标中，很可能只有两三个指标真正作用于某个客户的风险管理。经过不断测试，反复分析风险指标与客户信用的相关性，网商银行找到了最关键的几个风险点作为信用评估依据，精准实现了小微企业的信贷风险管控。 •滴灌模型主要用于刚刚起步或经营规模小、固定资产少的小微企业，它们很难达到一般商业银行的放贷标准。	•水文模型通常能够很好地预测小微企业的后续经营状况，从而提升授信的及时性和有效性。网商银行可以结合其历史经营情况和行业景气程度进行大数据分析，如果发现未来存在“水位回升”的势头，那么这家企业依然有较大可能获得贷款。 •水文模型充分顾及了小微企业阶段性、季节性、行业性的经营活动，更具前瞻性。

来源：中泰证券研究所、《云上银行》

■ **传统金融机构小微金融模式：线下展业为主+软信息风控。1、获客和运营：线下为主，线上更多是导流功能；客群仍较优质。**目前传统金融机构涉足小微金融的方式仍以线下获客为主（通过网点+核心企业供应商大会+政府线下活动），但线上化获客的比例在提升。线上获客的模式包括通过自有网站或手机 APP、通过外部流量平台、或是通过政府门户网站。从目标客群看，虽然近年监管引导商业银行贷款持续做小做散，但客群仍是较为优质、或是现金流相对稳定的小微企业或个体经营户（常熟银行小小微的户均贷款规模在 12-15 万，网商银行在 3 万元），并通过借贷产品对其进行后续的综合运营。**2、风控：贷前侧重软信息的获取，持续的线下贷后跟踪是核心。**由于传统金融机构小微金融的单笔授信金额较网商银行偏高，相较网商银行纯线上的风控模式，商业银行除了利用外部线上数据外，更注重线下软数据搜集，来进行交叉验证；同时会通过持续的贷后跟踪对风险进行管理。以常熟银行小微经营贷为例，其风控采取的是“IPC+半信贷工厂”的模式，通过信贷员的线下实地考察叠加切片化分级审批，实现小微金融风险的有效控制。

图表 58：常熟银行快速审批模式和“五结合法”识别小企业风险



来源：中泰证券研究所、公开资料整理

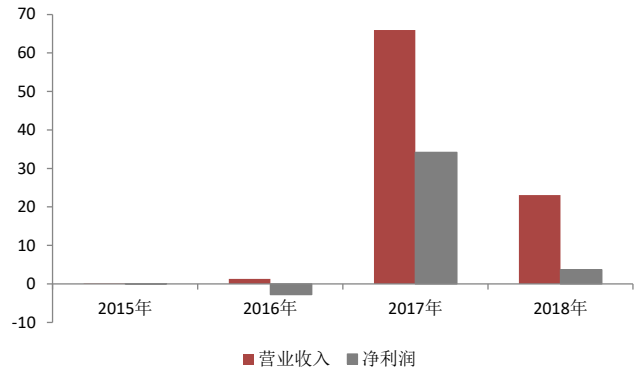
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

趋势和空间：技术和数据输出叠加渗透率提升拓展空间

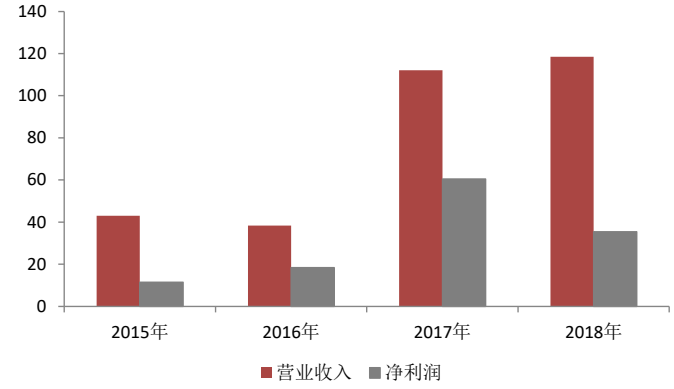
- **借贷业务是蚂蚁集团的主要盈利驱动。**其中现金贷产品借呗的盈利能力最强。蚂蚁集团基于强大的客户基数和丰富的数据积累，在获客能力、风控能力、运营能力上具备明显优势，快速成为互联网消费金融的头部平台。根据 wind 全球企业库数据，2016 年、2017 年、2018 年蚂蚁小微小贷（花呗）的营业收入分别为 1.3 亿元、65.96 亿元和 23.09 亿元，归母净利润分别为-2.77 亿元、34.16 亿元和 3.67 亿元。2016 年、2017 年、2018 年蚂蚁商诚小贷（借呗）的营业收入为 38.34 亿元、112.04 亿元和 118.47 亿元，归母净利润分别为 18.38 亿元、60.5 亿元和 35.42 亿元。

图表 59：蚂蚁小微小贷（花呗）营收情况（亿元）



来源：中泰证券研究所、wind

图表 60：蚂蚁商诚小贷（借呗）营收情况（亿元）



来源：中泰证券研究所、wind

- **未来盈利拓展空间在于集团的数据和技术输出，以及小微金融领域渗透率的提升。**1、互联网金融公司的数据能够为中小银行的风控系统起到较好的补充，未来助贷模式下风控和技术输出可以进一步拓展盈利空间。传统金融机构的风控优势主要在线下，对于线上数字化动态监控，需要投入大量的人力和资金成本。联合贷模式下，对于中小银行，头部互联网公司的初筛机制是“强风控”，银行是“弱风控”。随着联合贷款合作模式的推进，互联网公司的基础数据和初筛机制可以为中小银行的风控体系形成很好的补充，弥补中小银行在科技人力方面的劣势。2、网商银行则可以在现有小微客群运营基础上实现市场渗透率的进一步提升。网商银行在“普惠金融、服务小微、服务三农”的发展定位下，截至 2019 年末历史累计服务小微企业和小微经营者客户 2,087 万户，户均余额仅 3 万元左右，其中 80%的客户为首贷户，这部分客群潜力巨大。同时集团在科技和流量、场景方面的优势可以使得网商银行未来触达更广泛的客群。

财富管理：打造一站式理财平台

商业模式：从支付工具到线上财富管理平台

- **理财业务的发展路径：支付宝—余额宝—蚂蚁财富—买方投顾。**
  1、现金管理阶段：支付业务的资金沉淀衍生出现金管理需求，推出余

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

额宝。蚂蚁在支付和借贷领域积累庞大的客户流量以及客户画像数据，支付宝账户本身不能给用户带来利息收入，作为短期结算类资金，与之对应理财产品就是流动性最强的货币基金，2013 年 6 月，推出余额宝，借助市场环境优势，快速完成短期结算资金资产规模积累。

2、一站式综合理财阶段：理财客户规模增长带来产品需求扩大，打造蚂蚁财富一站式理财平台。随着理财客户规模的增长及更多资金的流入，产品范围不断扩大，蚂蚁逐步推出固定收益类招财宝、理财超市蚂蚁聚宝，收购数米股权后升级至蚂蚁财富，理财产品覆盖货币基金、定期理财、公募基金和黄金等。

3、买方投顾阶段：技术驱动，伴随机构成长，转型买方投顾。蚂蚁在余额宝时期通过云技术输出，提升金融机构的用户运营能力，在蚂蚁财富代销产品同时，向金融机构提供 AI 支持，以财富号为载体协助基金公司的运营及客户管理，引导主动营销，2019 年获得买方投顾牌照，2020 年 4 月与先锋基金合作推出“帮你投”，互联网平台和资管机构正从渠道合作走向全面深度合作。

图表 61：蚂蚁集团理财业务发展路径

时间	产品/平台	简介
2013 年 6 月	余额宝	理财 1.0：高流动性，货币基金产品
2014 年 4 月	招财宝	理财 2.0：固收类产品，增信机构提供本息兑付增信措施，类"保本保息"
2015 年 8 月	蚂蚁聚宝	金融理财场景化：一站式、低门槛、智能化、社区型理财平台，拥有招财宝定期、基金和股票三种理财类型
2016 年 9 月	轻松投	理财 3.0：定投产品，每日自动投资
2017 年 6 月	蚂蚁财富	一站式综合理财应用：正式上线“财富号”，向银行、基金等金融机构开放，同时开放最新的 AI 技术
2020 年 3 月	帮你投	买方投顾服务：与先锋基金合作智能投顾，800 元起投，管理费 0.5%/年

来源：中泰证券研究所、公开资料整理

- **蚂蚁财富的业务发展逻辑：将海量客户流量通过平台化产品转化为理财资产，谋求由销售渠道向技术输出的转变，收入模式从代销产品佣金逐步向技术服务费和咨询服务费转变。**

1、用户端：引导大众理财。将海量的高频支付用户转化为低风险产品客户，做大资产管理规模，再通过投资者教育及客户运营引导客户进行合理的资产配置，基于对客户画像和行为数据的分析，对客户进行风险属性的分层，提供个性化的资产配置建议和伴随服务。

2、产品端：平台化思路，与金融机构广泛展开合作。产品呈金字塔结构，在余额宝、招财宝基础上，通过蚂蚁基金代销渠道与金融机构广泛合作，通过云技术、AI 技术输出协助基金公司提升运营能力，把握买方投顾机遇推出智能投顾“帮你投”，谋求收入模式从代销产品佣金逐步向技术服务费和咨询服务费转变。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

收入模式：管理费+渠道收入+技术服务

- **基金管理费和投顾业务管理费。1、天弘基金管理费收入。**余额宝为定制产品，同时蚂蚁集团持有天弘基金 51%的股份，根据天弘基金 2019 年年报，实现营业收入 72.4 亿元，净利润 22.1 亿元。**2、买方投顾管理费收入。**公司 2020 年 4 月推出买方投顾“帮你投”，目前管理费率为 0.5%/年，根据中国证券报报道，截止 2020 年 7 月 20 日，“帮你投”产品已有客户 20 万人，合计管理规模约 22 亿元人民币。
- **基金销售渠道收入。1、余额宝合作货币基金代销收入。**余额宝平台开放后 28 只货币基金代销费用预计计入网商银行，根据网商银行 2019 年年报，手续费及佣金净收入为 13.93 亿元，预计基金代销收入占比较高。**2、第三方基金代销收入。**蚂蚁集团持有蚂蚁（杭州）基金销售有限公司 68.83%的股份，根据蚂蚁基金销售 2019 年年报，营业收入 18.8 亿元，净利润 3849 万元。
- **技术服务收入。**蚂蚁财富对金融机构开放平台和技术，可根据服务内容收取服务费。预计随着蚂蚁财富业务的不断丰富，将更多地把技术能力赋予到投研、交易、风控、合规、安全等方面，技术类收入有望进一步提升。

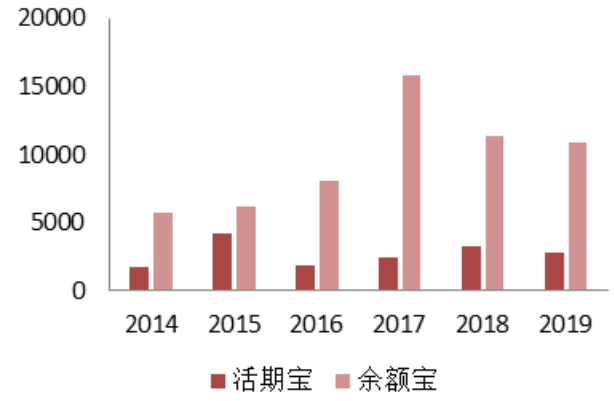
竞争格局：蚂蚁具备规模优势，开放平台有利于收入模式升级

- **线上理财市场的参与方主要包括互联网流量巨头、投资理财垂直平台及传统金融机构。蚂蚁集团的理财业务与竞品的区别体现在货基代销路径、理财业务形态与服务客群差异等方面。**
- **蚂蚁财富与天天基金网的货币基金产品代销对比：余额宝和活期宝的业务路径差异。**余额宝和活期宝在基金代销赎回业务中承担类似的功能，通过垫资形式，加速客户资金到账速率，实现 T+1 享受货币基金利息，改善传统赎回银行卡到账 T+3 的痛点。蚂蚁财富具有较强的客户成长性，基于海量支付宝活跃用户与场景支持，以客户风险偏好和理财需求的提升为契机，将客户的资金从余额宝引导至公募基金。支付宝的流量入口属性强，虽然受到监管影响，对申购金额及持有余额设定了限额，但余额宝开放后接入了 28 只货基产品，整体仍然具备规模优势。而天天基金网已建立起核心的公募基金客户群体，通过增加活期宝产品，提升基金赎回的用户体验，增强客户粘性。活期宝目前包含 34 只 A 类产品，以及 14 只 B 类产品（500 万起投）。

liaohan.net nblax520.com

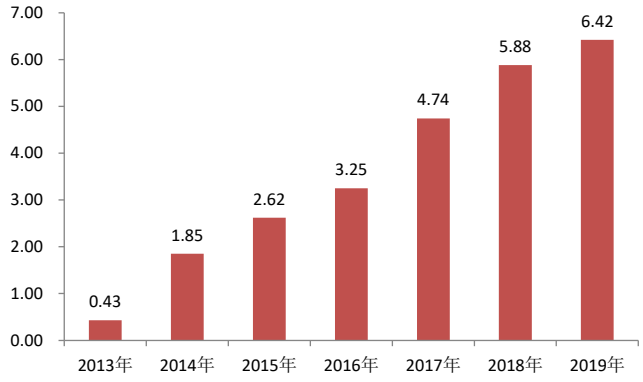
lax889889.com 299520.xyz

图表 62：天弘余额宝与天天基金活期宝规模（亿元）



来源：中泰证券研究所、wind

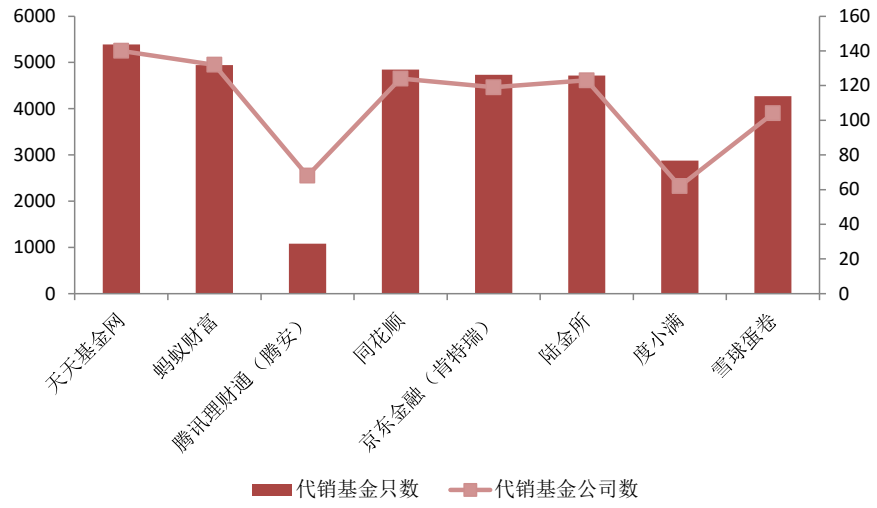
图表 63：天弘余额宝用户规模（亿户）



来源：中泰证券研究所、基金年报

■ **蚂蚁财富与腾讯理财通的理财产品平台对比：“理财商城”与“精品店”业务形态差异。**蚂蚁财富以财富号为结合点，引导基金公司主动营销，产品覆盖全面，打造一站式商场，同时谋求 AI 技术输出。而腾讯理财通实行精品店策略，产品风格偏向稳健。根据 wind 数据，截止目前蚂蚁基金销售对接 140 家基金公司，代销基金数量 4969 只，腾安基金代对接 68 家，产品数量仅为 1081 只。我们认为，平台化+技术开放布局的超市模式具备优势，有利于数据积累及收入模式的升级。蚂蚁财富与天天基金在代销业务上与嘉信理财类似，借助互联网平台具有客户基数大、客单价低的特点，通过丰富的产品选择覆盖更多长尾客户的需求，做大业务规模，而蚂蚁财富进一步通过海量客户交易数据的积累提升大数据分析能力，通过财富号进行 AI 技术输出，为后续开展买方投顾奠定基础，实现收入模式的转变。腾讯理财通的精品店模式业务上介于代销与投顾之间，对产品选择策略和量化分析能力提出较高的要求，现阶段有效性及商业模式转化有待时间的验证。

图表 64：互联网平台的代销基金公司数和基金只数



来源：中泰证券研究所、wind

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 65：互联网理财平台对比

	蚂蚁财富	天天基金网	腾讯理财通
获客	通用流量平台 客户基数大 转化率低 支付-余额理财/现金管理-投资理财的漏斗模型	投资理财垂直平台 客户基数小 转化率高 东方财富网、天天基金网和股吧的相互导流	社交流量平台 客户基数大 转化率低 社交/支付场景-投资理财导流模式
互联网运营	优势在 C 端的用户画像分析和用户体验优化能力；产品端与基金公司合作运营，借助基金公司的专业能力，叠加自身的数据分析能力和运营能力	先发优势，核心客户的积累 内容深度优势 产品端数据优势	精品店模式，建立基金评估体系 互联网产品开发能力优势
发展历程	2013 年推出余额宝，2015 年推出蚂蚁聚宝一站式投资理财平台，2017 年升级为蚂蚁财富，推出财富号。	2012 年之前为基金资讯平台，2012 年获得基金销售牌照。2017 年推出财富号。	2014 年理财通上线，基金和股票。2018 年 11 月零钱通上线，从交易性平台向服务型平台转变。
产业链布局	财富管理和技术输出	覆盖资管业务全链条	财富管理

来源：中泰证券研究所

- **互联网公司与传统金融机构的对比：客群差异和路径差异。1、客群差异：**互联网公司的理财客户从流量平台导入，具有年轻化的特征，资产规模小但成长性强，平台提供的产品以标准化产品为主，谋求利用信息技术革命带来的规模效应和较低的边际成本。而传统金融机构一般根据资产规模对客户进行分层，能提供定制化、差异化、综合化的金融产品及服务，包括为符合投资者适当性要求（投资者资产规模、投资年限等要求）的高净值客户提供信托、私募、定制理财等。**2、路径差异：**传统金融同样布局线上化业务，但是模式路径上存在差别，传统机构更多谋求服务好存量客户，银行、券商通过财富管理转型之路在原有线下实体服务基础上，利用线上模式提升服务的便捷度，而互联网理财业务谋求线上服务覆盖面与渗透度提升，拓宽标准化产品范围，伴随客户成长，但在私募、信托等产品方面受投资者适当性管理要求影响，现阶段拓展空间有限。

图表 66：传统机构理财与互联网平台理财业务对比

	传统财富管理	互联网财富管理
获客渠道	线下网点、储蓄客户、交易客户转化	互联网平台
获客场景	单一	电商、社交等多场景
投资门槛	较高，高净值客户需考虑适当性管理	较低或无门槛
服务方式	线上+线下，综合成本较高	线上+部分人工电话客服，综合成本较低
服务特点	普通零售客户标准化服务 高端客户定制性、专业化服务 产品导向性较强	运用技术手段，深度理解客户、陪伴客户 挖掘用户需求，打破平台同质化

来源：中泰证券研究所、公开资料整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 67：传统金融机构客户分层（华泰证券）

来源：中泰证券研究所、公司公告

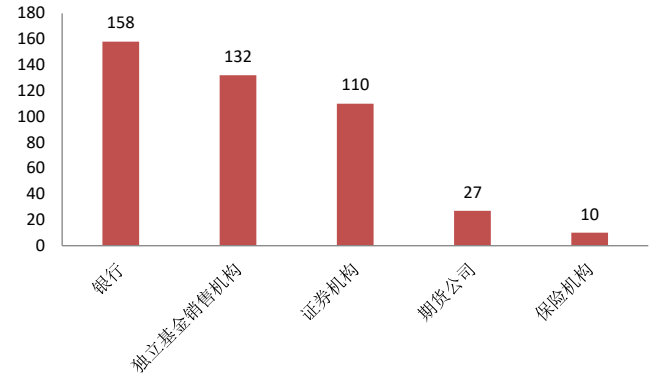
■ **公募基金代销市场的竞争格局：公募基金销售渠道向互联网平台转移，费率优势明显，销量占比提升。**

1、独立第三方代销机构数量增加。公募基金的销售渠道可分为直销和代销两类，代销可通过银行、券商、独立第三方机构等进行基金销售，费用主要为客户维护费以及宣传广告费。截止 2020 年 7 月，基金代销机构共计 437 家，其中银行 158 家，独立第三方机构 132 家，证券类机构 110 家，机构数量位列前三。

2、独立第三方互联网渠道的费率优势凸显。2012 年三类机构费率差别较小，均在 0.33%左右，2013 年起逐步出现分化，第三方平台基于互联网流量优势开展低价竞争，2016 蚂蚁率先掀起全面一折“价格战”，使得三类机构费率分化显著。目前券商的费率已接近互联网平台，银行的费率依然较高。

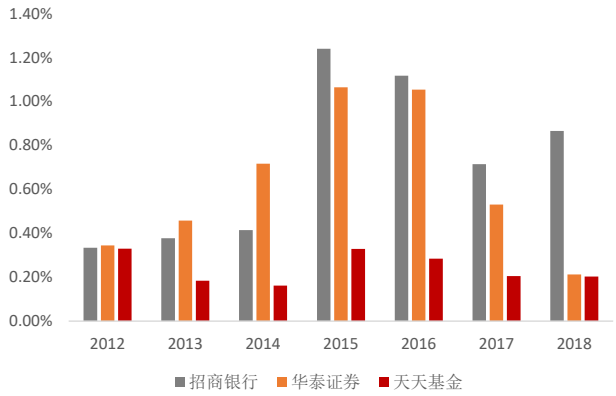
3、传统金融机构在户均资产规模上具备优势，但基金销量已被互联网平台赶超。商业银行凭借网点及客户资源，在公司基金代销市场具有先发优势，占据主要的高净值客户市场，但随着互联网流量平台进入基金代销市场，传统金融机构面临较大的挑战，包括年轻客群的获取以及费率下调的压力。2019 年，天天基金网的基金销量首次超过工商银行。蚂蚁财富目前尚未公布基金销售数据，但蚂蚁基金销售公司的收入已经超过天天基金网。

图表 68：公募基金代销机构的数量分布



来源：中泰证券研究所、wind

图表 69：基金代销机构的销售费率对比

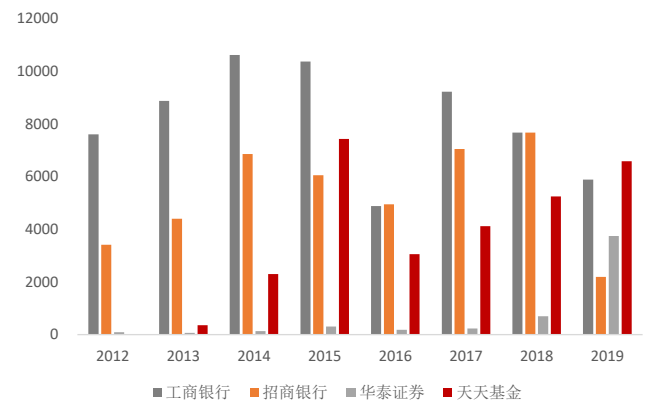


来源：中泰证券研究所、公司公告

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

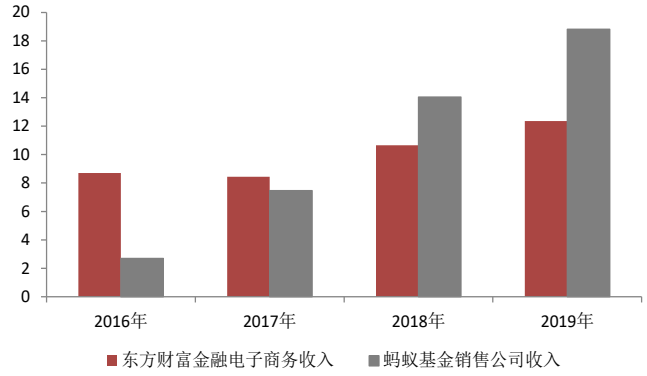
图表 70：基金代销机构的销售金额对比（亿元）



来源：中泰证券研究所、公司公告

注：招商银行 2019 年数据不包含货币基金

图表 71：天天基金网和蚂蚁基金销售收入对比（亿元）



来源：中泰证券研究所、公司公告

■ **未来的市场竞争或聚焦于投顾业务转型。**

1、国内买方投顾业务四方齐聚，短期费率与中长期投资组合能力决定竞争力。2019 年 10 月，首批基金公司 5 家获批买方投顾试点；12 月 3 家第三方理财机构的基金投资顾问业务试点资格获得备案，分别是盈米基金销售、蚂蚁基金销售、腾安基金销售；2020 年 3 月，基金投顾试点再扩容纳入了 3 家银行、7 家券商，至此国内投顾试点基金公司、独立基金销售机构、银行、券商四方齐聚。

2、产品对比：基金公司与第三方机构存在竞合关系，第三方机构具备流量优势。目前共有 6 家机构推出相关产品，从基金公司角度看，产品多与第三方机构合作，借助流量优势，提升用户规模与管理规模，起投金额普遍在 1000 元，产品按照建议持有期限划分，费率在 0.15%-0.8%。而目前第三方基金销售机构中，蚂蚁与先锋集团成立合资公司，率先探索买方智能投顾产品，2020 年 4 月 2 日，“帮你投”上线支付宝， 1 分钟匹配投资建议，几乎 0 门槛购买，起投金额人民币 800 元，低于基金公司起投金额，收取固定 0.5%/年的投顾服务费，采用 VCMM 模型，初始的投资组合共有 10 种，风险从低高到，配置不同比例的股票类基金和固收类基金，预期收益率从 2.5%到 11%，其中股票类基金主要配置低费率的指数型基金，相比传统机构产品费率固定，风险与收益率选择相对更多。8 月 11 日，腾讯理财通开启买方投顾“一起投”预约，与 2 家基金公司合作推出 2 类产品，投顾费率 0.5%-0.75%，相对较高，后续或谋求更多机构产品合作。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 72：买方投顾牌照一览

时间	2019 年 10 月	2019 年 12 月	2020 年 3 月	
机构类型	基金及基金子公司	第三方机构	银行	证券公司
公司	南方基金	盈米基金	平安银行	国泰君安
	易方达基金	蚂蚁基金	招商银行	华泰证券
	华夏基金-旗下子公司华夏财富	腾安基金	工商银行	申万宏源
	嘉实基金-旗下子公司嘉实财富			中信建投
	中欧基金-旗下子公司中欧钱滚滚			中金公司
				中国银河证券
				国联证券

来源：中泰证券研究所、证监会

图表 73：国内目前买方投顾产品对比

获批机构	智能投顾	合作方	起投金额	费率	产品策略与合作方
南方基金	司南智投	天天基金	1000元	0.15%-0.5%	按照投资持有期限划分 货币增强：策略月利宝/双月宝组合，投顾服务费率0.15%/年； 稳健理财：绝对收益策略稳健型/平衡型，投顾服务费率为0.4%/年； 追求增值：股债配置策略平衡蓝筹/进取成长型，投顾服务费率为0.5%/年 追求高收益：股票类资产大于等于70%，投顾投顾服务费率为0.5%年。
中欧基金	水滴投顾	天天基金	1000元	0.15%-0.8%	按照投资持有期限划分 短期现金管理：投顾服务费率0.15%/年 中短期稳健理财：理财+1号/+2号/+3号，投顾服务费率0.45%/年 中长期财富增值方案：根据风险偏好定制，投顾服务费率为0.3%-0.8%/年
华夏基金	查理智投	天天基金	1000元	0.2%-0.5%	货币优享:投顾服务费率0.2%/年 固收增强:投顾服务费率0.2%/年 权益优选:投顾服务费率0.5%/年 教育智投:常青藤教育金组合/国内培优教育金组合，投顾服务费率0.5%/年 养老智投：90后/60后/70后/80后组合，投顾服务费率0.5%/年。
嘉实基金	嘉实投顾	天天基金	1000元	0.2%-0.5%	智盈慧投：投顾服务费率0.5%/年 货币增强：投顾服务费率0.2%/年 固收优选：固收优选/固收PLUS，投顾服务费率0.3%/年 权益甄选：投顾服务费率0.2%/年
蚂蚁基金	帮你投	12家国内的公募基金公司成为全行业伙伴备选池	800	0.5%	投资目标2.5%-11%，对应10种同权益、固收配置比例 采用VCMM模型，，借助蚂蚁大数据赋能本地化投研
腾安基金	一起投	中欧基金 南方基金	-	0.5%-0.75%	权益策略与中欧基金合作，投顾费率为0.75%/年； 稳健策略与南方基金合作，投顾费率为0.5%/年。 主动调仓：频率因市场变化和策略而异，一般不超过一个月一次； 被动调仓：当个人账户实际配置与策略目标配置发生较大偏离，且偏离度超过一定阈值时，阈值因策略而异，最高不超过10%，一起投将提示用户进行调仓，用户确认跟调后，投顾系统将自动生成交易指令并执行，使客户的实际资产配置再次与策略目标配置相同。
国联证券	基智投	-	业务开通资格：授权账户初始金额不低于10000元 起投资格：1000元	1%-1.5%	睿稳健（债券增强稳健）策略的投资顾问服务费率为授权账户资产总额的1%/年； 睿平衡（股债混合平衡）策略的费率为授权账户资产总额的1.5%/年； 睿进取（偏股优选弹性）策略的费率为授权账户资产总额的1.5%/年； 6折优惠，年化单边换手率不超过200%

来源：中泰证券研究所、天天基金 APP、支付宝 APP、国联证券 APP

趋势和空间：伴随年轻客户成长，实现收入模式的转变

- **蚂蚁财富的成长空间：客户成长性以及与金融机构的平台合作。 1、线上理财的客户以年轻客户为主，增长潜力大。**根据蚂蚁财富《2019 线上

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

理财人群报告》，线上理财人群中 80/90 后占比最高，超六成生活在二三线城市，近八成拥有专科以上学历，2018 年年度新增线上投资金额为人均 1.5 万元，占个人/家庭年收入的 11%。随着年龄增长及财富积累，线上理财用户的风险偏好会提升，投资期限更长，风险承受能力增强，接受更多进阶型的理财产品。**2、与金融机构广泛合作，不断完善产品体系，技术赋能，优化客户体验。**在理财平台上汇聚不同投资期限、不同风险等级的产品，满足不同风险偏好客户的需求及大类自查配置的需求。线上理财用户的学习意愿较强，蚂蚁财富通过个性化推送理财资讯和投资者交易内容，提升用户交互频率，提高用户的转化率，并在交互和交易数据中形成投资用户画像，识别风险属性，优化用户的投资体验。**3、开放平台整合蚂蚁集团的客户能力和金融机构的专业能力。**蚂蚁集团的优势在于流量和客户运营能力，通过开放能力，赋能金融机构，实现金融产品和客户精准匹配，提高交易效率。

- **蚂蚁集团理财业务趋势展望：**

1、货币基金业务：从直销转为代销，流量入口的客户积累仍在继续，与基金公司的合作模式尚需探索。蚂蚁集团的理财业务将货币基金作为流量入口，客户积累之路仍在继续，重心从 Fin 到 Tech 转变，继余额宝的底层技术向金融机构开放之后，余额宝又以“分流计划”谋求与更多金融机构合作，通过技术输出，不断积累客户数据，谋求长远发展。但是传统货币基金在资管新规下，相比银行系类货币基存在相对劣势，银行系产品过渡期内可以继续使用摊余成本法，可提供赎回提现 T+0 业务，投资端限制相对较少。这对货币基金构成较大的竞争压力，后续流量增长或受到限制。蚂蚁集团或将考虑与银行展开合作，目前代销模式与银行存在竞争，合作路径尚需探索。

2、代销基金业务：参考嘉信理财，收入模式转向分佣。嘉信理财 1992 年推出 OneSource 平台，相比其他第三方基金产品，OneSource 平台产品对投资者实行零费率申购赎回，收入来源来自于基金公司的管理费分佣（25-35 基点），而基金公司可以获得嘉信提供的产品上架、广告营销，以及保管、会计、估值等外包服务。嘉信具备较强的议价能力，以所有类型基金 0.6-0.7%的管理费率估算 OneSource 平台与基金公司的管理费分佣提成比例~50%。目前天天基金网、蚂蚁财富的收入包括申购赎回费、销售服务费以及尾随佣金，预计未来收费模式将逐步向分佣转变。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 74：蚂蚁集团、东方财富、嘉信理财的收费模式对比

机构	代销基金	收费模式	自有基金	收费模式	产品结构
蚂蚁集团	余额宝（网商银行代销）	预计收取销售服务费	天弘余额宝	投资者：零申购/赎回，收取销售服务费 0.25%每年； 自身作为基金公司：收取管理费 0.3%每年；	截止目前，货币型净值占比 92%
	蚂蚁基金	预计与天天基金类似，具体分佣比例或有所不同	天弘其他基金产品	投资者：收取申购、赎回费用； 自身作为基金公司：收取管理费、部分存在销售服务费	截止目前，非货币型净值占比 8%
东方财富	天天基金	投资者：除货币基金外，收取申购、赎回费用，普遍 1 折，截止 2019H 占比总收费 29% 基金公司：收取尾随佣金、销售服务费，截止 2019H 占比总收费 71%	东财基金	投资者：申购费 0.04%—0.12%，持有较短收取比不低于 1.5%赎回费，销售服务费 0； 自身作为基金公司：收取管理费 0.15%-0.5%每年；	截止目前，已发行 8 只指数产品，规模 20 亿人民币
嘉信理财	OneSoure	投资者：零申购/赎回/交易费，收取人工辅助交易服务费与提前赎回费； 基金公司：收取 0.25-0.35%管理费分佣；	嘉信自营基金	投资者：零申购/赎回/交易费，收取人工辅助交易服务费、部分存在提前赎回费； 自身作为基金公司：收取管理费；	规模 3486 亿美元；截止 2018，货币：ETF：权益与债券基金=45%:22%:33%
	其他第三方基金	投资者：收取申购费、交易费、人工辅助交易服务费、部分存在提前赎回费； 基金公司：收取管理费分佣；			

来源：中泰证券研究所、公司公告、天天基金网

注：管理费、销售服务费实际上从每日净值中扣除

3、技术输出模式与买方投顾业务探索

财富号引导主动营销，AI 财富顾问增强陪伴属性。截止今年 6 月，蚂蚁财富号上线满 3 年，共有 82 家基金公司入驻，关注粉丝数超过 1.2 亿。**a、财富号运营。**蚂蚁财富通过用户连接、用户画像、精准营销等一系列算法工具输出，帮助金融机构建立直连用户的自运营平台，通过粉丝经济，引导其主动营销，谋求更好的留存客户、持续服务及转化为销售额。通过 AI 赋能有效降低了基金公司的额运营成本，改善了运营策略的实施效果，客户数量、客户活跃度、复购率、资产管理规模等指标明显提升。**b、智能理财助理。**蚂蚁财富围绕财富进行人、货、场关系的重组，全生命周期（人），全资管品类（货），全服务链路（场）推出全新 AI 应用“智能理财助理”。用户通过智能理财助理的入口，能够随时进行理财健康体检，对自己的理财行为进行评估，了解持仓风险，学习理财知识，获得个性定制配置策略等，相当于为每个普通用户配备一名“私人理财师”。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 75：蚂蚁财富号运营中台五大系统

系统	简介
智能运营引擎“如意”	蚂蚁财富号中台智能运营引擎“如意”，通过智能营销定价，利用体验转化、定投引导、交叉配置、休眠激活、流失挽回等措施，服务于不同的分层用户。
智能决策参谋“司南”	蚂蚁财富号智能决策参谋“司南”，利用人工智能、大数据打造的一个智能运营的 521 模式：5 秒钟获得每天的运营优化策略，2 秒钟能够生成平台业务的测试报告，在预警安控方面，1 分钟实现实时报警，让基金公司快速根据决策结果有针对性调整后台运营方法。
智能运营节流器	蚂蚁财富号运营中台还有智能服务内容生成系统“智能运营节流器”，基金公司通过该系统可以智能合成图片并生成运营素材，极大提升内容制作的效率。
智能情绪感知系统	蚂蚁财富号智能情绪感知系统，让基金公司更能及时掌握市场波动的信息，业务的异常变化，以便快速与投资者互动。
智能安全系统	蚂蚁财富号智能安全系统，是针对运营平台的内容拥有一套智能的合规体系，对不符合监管规则、业务规则和营销欺诈的内容，系统将自动识别并发出警告，在突发事件来临时提供市场情绪感知反馈，防止恶意薅羊毛或者黑客攻击。

来源：中泰证券研究所、人人都是产品经理

- **技术赋能买方投顾，投资顾问业务体系逐步丰富，助力资产规模增长。**同样参考嘉信理财，除了基金产品，嘉信理财还提供丰富的投资管理方案，各类方案本质是根据客户需求和资产规模差异的分层，包括自动化投资组合、专业投顾服务、以及账户委托管理三大类，他们在起投金额、收费标准方面有不同要求，目前国内买方投顾处于起步中，蚂蚁 AI 技术伴随金融机构运营，帮你投使得自身大数据分析匹配能力与先锋基金先进模型组合，探索自动化投资组合，期待产品与业务体系进一步丰富。

图表 76：嘉信理财提供各种类型的投资管理工具

分类	方案	投资管理工具	模式	起投金额	收费标准	嘉信盈利模式
自动化投资	1	嘉信智能投资组合（Schwab Intelligent Portfolios®）	提供由嘉信理财子公司CSIA（Charles Schwab Investment Advisory, Inc.）建立、实时监控、自动调整的自动化投资组合	$5,000	无顾问费;无佣金	免费
	2	嘉信高级智能投资组合(Schwab Intelligent Portfolios PremiumTM)	结合CSIA的一对一咨询服务，提供符合客户自身投资目标的自动化投资组合	$25,000	一次性支付投资规划服务费 300 美元+每月支付 30 美元顾问费	投资者直接向嘉信理财支付服务费、顾问费
专业投顾服务	3	嘉信私人客户(Schwab Private ClientTM)	嘉信理财子公司SPCIA（Schwab Private Client Investment Advisory, Inc.）提供咨询服务，制定并调整投资策略	$500,000	收取最高0.8%的年费，根据投资规模递减	投资者直接向嘉信理财支付顾问费
	4	嘉信顾问网络(Schwab Advisor Network®)	由外部独立投顾RIAs提供一对一咨询服务，提供个性化专业指导	$500,000	根据顾问资质收费	投资者向RIAs支付顾问费，嘉信理财获得一定比例分成
委托管理	5	管理账户（Managed Account Select®）	由第三方资产管理公司代为管理帐户	$100,000	股票策略：最高1.00% 固定收益策略：最高0.65% 平衡和股票指数策略：最高0.95%	投资者向第三方资产管理公司支付管理费，嘉信理财获得一定比例分成
	6	嘉信管理投资组合(Schwab Managed Portfolios™)	由CSIA管理账户，提供多元化共同基金或etf投资组合	$25,000	最高0.9%	投资者直接向嘉信理财支付管理费
	7	Windhaven 策略（Windhaven® Strategies）	由CSIA旗下部门Windhaven管理账户，提供全球多元化ETF投资组合策略	$100,000	最高1.00%	投资者直接向嘉信理财支付管理费
	8	ThomasPartners 策略（ThomasPartners® Strategies）	由CSIA旗下部门ThomasPartners管理账户，提供股息增长和平衡收益策略	$100,000	最高0.9%	投资者直接向嘉信理财支付管理费

来源：中泰证券研究所、公司官网

- **与券商加强战略合作，助力券商提升财富管理综合能力。**阿里巴巴/蚂蚁集团已与华泰证券、财通证券、中金公司形成战略或财务层面的合作。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

蚂蚁集团和券商的合作主要在底层技术和财富管理业务方面。一方面是借助蚂蚁集团在云计算、大数据和人工智能方面的技术优势，加快券商的数字化转型，全面赋能各业务板块，加快产品服务创新；另一方面是借助蚂蚁集团在客户流量及运营能力上的优势，入驻蚂蚁财富号，在平台上销售各类金融产品，发挥投研的专业能力，为蚂蚁财富平台输出数据产品和财经内容，实现合作共赢。

保险业务：多维度切入保险产业链

商业模式：保险科技推动保险业务创新及合作

- **积极布局保险牌照。**蚂蚁集团涉足保险业务的时间并不晚，但发展的进程相比支付、借贷、理财业务较慢，这与保险产品的低频属性和互联网保险监管政策收紧等因素相关。从牌照布局来看，蚂蚁集团已经控股或参股了寿险公司、财险公司和保险代理公司。2013 年，蚂蚁集团与腾讯、中国平安共同发起成立了国内第一家互联网保险公司众安保险，目前持股比例为 13.53%。2015 年蚂蚁集团正式成立了保险事业部，2016 年升级为保险事业群。2016 年控股国泰财险，持股比例为 51%。2017 年发起设立信美人寿相互保险社，直接持股比例为 34.5%。2018 年推出“相互宝”互助产品。

图表 77：蚂蚁集团保险业务的发展过程

时间	事件
2013 年	与腾讯、中国平安共同发起成立了国内第一家互联网保险公司众安保险。
2015 年	整合了淘宝和支付宝上的保险业务，成立了保险事业部。
2016 年	保险事业部升级为保险事业群。控股了国泰财险。
2017 年	发起设立信美人寿相互保险社。推出了车险分、定损宝产品。
2018 年	推出了相互宝产品。

来源：中泰证券研究所、公开资料整理

- **以保险科技推动与保险机构的产品合作。1、蚂蚁具备流量与科技优势，通过参与产品设计，支持保险机构产品销售与服务。**一方面，通过用户及数据积累，为传统的保险产品开发和创新迭代提供数据支持，2017 年至今，蚂蚁已经逐步涉足车险、健康险、寿险、养老险、意外险、互助保险等领域，与众安保险、平安保险、人保健康、国华人寿、太平人寿等推出定制保险产品，起投金额 3-1000 元，运用大数据分析、AI 模拟，区块链等技术帮助保险机构提高审核、理赔效率，服务过程更加清晰透明，医疗资源精准匹配，为客户带来便捷的服务体验。另一方面，蚂蚁同时结合自身场景需求，开发创新保险产品，推出货运费险、账户安全险、乐业险等特色产品。**2、蚂蚁加速技术输出，销售可信回溯技术使互联网保险销售过程可记录、可还原。**蚂蚁向保险公司提供场景、数据、运营和技术四大服务，旨在助力金融机构向新金融转型。2020

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

年 7 月，支付宝保险平台宣布应用自有知识产权的蚂蚁链保险销售可信回溯技术，使互联网保险销售过程可记录、可还原。目前，这一技术服务已经开始陆续应用于支付宝保险平台的各类保险产品中，未来也将应用在网络互助计划相互宝上面，并逐步将这一技术提供给其他保险公司使用。

图表 78：蚂蚁保险部分合作产品

时间	产品	合作机构
2017 年 5 月	车险分	与 9 家保险公司合作，蚂蚁集团方面通过细分标签对车主进行风险等级划分，提升车险定价准确性。
2015 年	定损宝	用 AI 技术模拟车险定损环节中的人工行业流程，帮助保险公司实现简单高效的自动定损。
2018 年 5 月	好医保长期医疗险	与人保健康合作，将 1 年期短期医疗变成了**6 年期保证续保的长期医疗，6 年期保证续保、6 年内共享 1 万免赔额**(100 种重疾 0 免赔)。
2018 年 6 月	税延养老险	与中国太保旗下子公司中国太保寿险与签订战略合作协议，双方将发挥各自优势，联合推出税延养老保险产品和系列服务。
2018 年 8 月	全民保终身养老金	联合中国人保寿险共同推出创新型保险，将商业养老险门槛降低至 1 元，不限制时间和次数，并按月领取分红。
2018 年 10 月	相互宝	和信美相互保险公司联手推出的“相互保”，加入时无需付费，加入后，如有成员遭遇重大疾病（范围是 100 种），可享有 30 万或 10 万元不等的保障金 ，11 月更名为“相互宝”。

来源：中泰证券研究所、支付宝

- **开放平台，打造保险商城。**蚂蚁集团与 100 多家保险公司开展合作，目前保险商城按照产品类型分为 6 大板块，通过在支付宝的平台上进行保险知识普及和保险产品销售，拓展保险公司的服务渠道。

图表 79：蚂蚁集团保险商城产品分类

场景	产品种类
健康	医疗保险、重大疾病保险、老年防癌保障、门急诊医疗险以及高龄百万以外医疗险等特色险种。
意外	定制精品
旅行	亚洲游、全球游以及航班延误险等特色险种
财产	精品推荐、宠物医疗险等
人寿	独家定制、年金优选等
车险	多家车企一起报价

来源：中泰证券研究所、支付宝

收入模式： 并表收入+销售佣金+技术服务

- **蚂蚁集团保险业务的收入来源主要包括并表的保险公司收入、保险销售渠道收入和技术服务费。**1、公司持有国泰财险 51%的股份以及信美人寿相互保险 34.5%的股份，目前这两家公司尚未盈利。2、公司旗下有

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

一家保险经纪公司，收入模式是保险销售佣金。3、相互宝收取 8%的管理费，主要用于覆盖运营成本。4、与保险公司的其他合作收入，包括技术和数据服务等。

竞争格局：相比微保具备平台化优势，相互宝存在流量竞争

- **蚂蚁保险和微保的差异性类似蚂蚁财富与腾讯理财通差异，即平台化与精品化。**蚂蚁保险和微保都在推进保险产品的创新，本质在于通过互联网平台的客户、数据、场景和技术优势，挖掘客户的需求，参与保险产品，但从产品种类与策略上对比，蚂蚁保险提供丰富的产品选择，覆盖了健康险、意外险、财险、寿险、车险等所有主要保险种类，从高频的支付场景及其他金融生态场景进行客户运营及转化，微保采用严选产品策略，控制上线产品的数量，基于对用户的画像分析精准匹配目标客户，谋求转化效率。
- **网络互助的竞争对手主要来自于其他流量平台。**相互宝是继余额宝之后，蚂蚁集团推出的另一个里程碑式的产品。2018 年 10 月支付宝推出了一款“相互保险”产品，芝麻分 650 分及以上的蚂蚁会员（60 岁以下）无需交费就能加入到其中，获得 10 万至 30 万元不等的额度的包括恶性肿瘤在内的 100 种大病保障。仅仅 9 天时间，用户数就突破 1000 万。次月在监管部门的要求下，“相互保”升级为网络互助计划“相互宝”。产品推出一年以来，用户数累计超过了 1 亿，成为全球最大的互助社区。对于蚂蚁集团来说，相互宝的价值在于对支付宝用户进行保险知识的普及，提高保险客户的转化率，再通过开放平台，与保险公司积极合作，联合开发和销售保险产品，丰富蚂蚁集团的收入来源。国内的网络互助起始于 2011 年，到 2016 年行业进入第一个高峰期，平台数量超过百家。之后互联网金融整治行动开始，网络互助平台也在其中，大量平台关停。经历了一段低谷期之后，2018 年支付宝推出了相互宝，用户的快速上升吸引了其他流量平台的加入，行业进入第二轮加速发展。网络互助平台的运营机制逐步完善，流量依然是致胜的关键因素，行业竞争主要集中在少数头部平台。随着互助社区用户规模的增长，预计相关监管政策也会加快落地。

图表 80：头部网络互助社区

互助社区	上线时间	最近一次分摊人数（万）	累计发放互助金(亿元)	人均分摊上限
相互宝	2018 年 10 月	10530	74.71	188 元
美团互助	2019 年 6 月	1867	0.00736	50 元
水滴互助	2016 年 5 月	1433	16	
轻松互助	2016 年 4 月	828	6.41	
360 互助	2019 年 6 月	303	0.04826	
点滴互助	2018 年 12 月	105	0.22418	100 元
宁互宝	2019 年 5 月	7	0.011	1 元/件

来源：中泰证券研究所、慧保天下

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

趋势和空间：互联网保险渗透率提升及保险产业链赋能

- **蚂蚁集团的保险业务空间主要在于互联网保险渗透率的提升及在保险产业链各环节上的赋能。1、互联网保险的渗透率仍有提升空间。**2019年互联网保险的收入为2696亿元，占整体保费收入的比例为6.3%，随着保险公司的数字化转型逐步推进，年轻客户的保险需求提升，互联网保险的渗透率有较大的提升空间。**2、保险科技的范畴大于互联网保险。**互联网保险仅是从销售渠道来进行划分，而保险科技来带更大的市场机会，包括为保险公司提供IT服务，以及参与到保险产业链的各个环节，从销售逐步拓展到产品设计、定价、风控、核保、理赔、客服等。蚂蚁集团在流量、数据和技术上均具备优势，与保险公司有广阔的合作空间。

总结：回顾与展望

- **蚂蚁发展回顾：从0到1的金融需求创造。**蚂蚁脱胎于阿里巴巴，以服务阿里整体战略为起点，定位上从阿里生态的金融基础设施，逐步发展成为与阿里互为场景和支撑的金融生态圈。蚂蚁搭建了基于互联网思维和技术打造的开放平台，以云计算、大数据为底层设施，信用体系与风控体系为基础的中台运营，协同金融机构重构零售和中小微金融服务，背后核心是技术重塑金融（推动金融成本的降低和效率提升）后的需求创造。
- **未来价值延展：从1到N的持续渗透、需求再造及垂直领域深耕。**始终围绕流量*频次*单价的底层商业逻辑，未来增长逻辑来自数字金融、国际化、科技输出以及金融垂直领域深耕。**1、数字金融和国际化是场景及生态圈的持续渗透。**在国内C端用户已达较高水平之下，支付场景拓展和地域延伸。**2、科技输出，是科技赋能金融下的需求再造。**通过输出产品模块和解决方案，帮助合作金融机构进行基础设施的升级转型，实现自营向开放，及金融向非金融的需求再造。**3、垂直领域深耕**（支付、借贷、理财、保险），未来分享细分行业成长及市占率提升，持续考验对客户心智把握及细分金融业务理解。

风险提示

- 国内外的金融监管风险，蚂蚁集团的支付、借贷、财富管理和保险业务属于强监管的金融业务，监管政策调整或收紧或对具体业务开展产生不利影响。
- 市场竞争加剧，其他互联网头部公司加快金融业务布局，传统金融机构加快数字化转型步伐。
- 宏观经济下行或导致金融业务需求下降。
- 海外业务拓展或受国际局势及其他国家金融监管影响，海外部分国家对国内互联网公司的业务限制或阻碍公司的国际化战略的推进。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

liaohan.net nblax520.com